

Kreditorsidens struktur i obligasjonslån

Kandidatnummer:210

Semester: Vår 2010

Antall ord: 39182

Dato: 1. juni 2010

Innholdsfortegnelse

INNHALDSFORTEGNELSE	II
1 INNLEDNING	1
1.1 Emnet, avgrensning og hovedproblemstillinger	1
1.2 Rettskildesituasjonen og metodespørsmål	4
2 GENERELT OM OBLIGASJONSLÅN OG OBLIGASJONER.....	8
2.1 Hva er en obligasjon i et obligasjonslån?.....	8
2.2 Emisjon og omsetning av obligasjoner	12
2.3 Begrunnelser for bruken av obligasjonslån.....	14
3 OVERSIKT OVER KREDITORSIDENS STRUKTUR.....	16
3.1 Innledning	16
3.2 Oversikt over strukturen.....	17
3.3 Rettsgrunnlaget for strukturen – etablering og opprettholdelse.....	19
3.3.1 Kan en erverver av obligasjoner være uforpliktet av obligasjonsavtalens no action-klausul eller obligasjonseiermøtets beslutninger?.....	21
3.4 Konklusjon	26
3.5 Kreditorsidens struktur på det engelske og amerikanske markedet	26
4 OBLIGASJONSEIERNE.....	30
4.1 Innledning	30
4.2 Obligasjonseierfellesskapet.....	32
4.3 Retten til å disponere over obligasjonene	34
4.4 Organisatoriske rettigheter	35
4.5 Sammenfatning	36
5 TILLITSMANNEN.....	38
5.1 Innledning	38
5.2 Rettslig karakteristik	40
5.3 Plikter	43
5.4 Kompetanse.....	45
5.4.1 Innledning.....	45
5.4.2 Oversikt over kompetansebestemmelsene	47
6 OBLIGASJONSEIERMØTET	50
6.1 Innledning	50
6.2 Prosessuell kompetanse.....	51
6.3 Materiell kompetanse	54

6.4	Begrensninger i den materielle kompetansen	58
6.4.1	Innledning – avtalens pkt. 5.3.6.....	58
6.4.2	Hvem er berettiget og forpliktet etter avtalens pkt. 5.3.6?.....	60
6.4.3	Bestemmelsens anvendelsesområde	61
6.4.4	Andre begrensninger?.....	66
6.5	Analyse av utvalgte vedtakstyper.....	66
6.5.1	Vedtak om utsettelse av utsteders betaling	67
6.5.2	Vedtak om nedskrivning av obligasjonslånet	68
6.5.3	Vedtak om konvertering av obligasjoner til aksjer	69
6.5.4	Vedtak om salg av obligasjoner til utenforstående	70
7	VIRKNINGER AV AT OBLIGASJONSEIERMØTET ELLER TILLITSMANNEN GÅR UT OVER SIN KOMPETANSE.....	72
8	HÅNDHEVELSE AV OBLIGASJONSEIERNES RETTIGHETER - NO ACTION-KLAUSULEN.....	74
8.1	Innledning	74
8.1.1	Hvorfor brukes no action-klausuler?	74
8.1.2	Aksepteres no action-klausuler?	77
8.2	Situasjonen der ingen no action-klausul er inntatt i låneforholdet.....	79
8.3	Vilkårene for at no action-klausulen skal komme til anvendelse	85
8.4	Virkninger av at klausulen kommer til anvendelse.....	90
8.5	Hvem kan påberope seg klausulen?	92
8.6	Sammenligning av ulike ”no action”-klausuler	93
9	OBLIGASJONSEIERKOMITÉER.....	96
10	AVSLUTTENDE REFLEKSJONER	99
	KILDELISTE MED FORKORTELSER	101

1 Innledning

1.1 Emnet, avgrensning og hovedproblemstillinger

Obligasjonslån er en særskilt type lån. I Norge anvendes slike lån i praksis både av offentlig og privat sektor for å oppnå finansiering.¹ På investorsiden er det de store institusjonelle investorene som dominerer, slik som forsikringsselskaper, fond og banker.² Ved utgangen av 2009 var den samlede innenlandske obligasjonsgjelden ca. 1 220 milliarder NOK.³ Til sammenligning var da den samlede markedsverdien av aksjer registrert i VPS ca. 1 700 milliarder NOK.⁴ At obligasjonslån som sådan er en praktisk viktig finansieringskilde, og utgjør en vesentlig andel av verdipapirmarkedet, kan det dermed neppe være tvil om. Det kan nevnes at oppmerksomheten rundt obligasjonslån i den siste tiden har konsentrert seg om ulike låntakers mislighold av vesentlige låneforpliktelser. Tradisjonelt har imidlertid obligasjoner blitt betraktet som et investeringsobjekt med lav risiko.

Dersom man skal peke på hva som rettslig sett kjennetegner obligasjonslån, kan det tas utgangspunkt i hva som generelt er karakteristisk for lån. Låneforpliktelser innebærer i sin alminnelighet at långiver stiller et pengebeløp til låntakers disposisjon i lånetiden.⁵ Begge parter forpliktelser går således ut på betaling av penger. I likhet med hva som gjelder for andre lån, vil det også i obligasjonslån skje en utbetaling fra långiver til låntaker. Låntaker er deretter forpliktet til å tilbakebetale lånet på de vilkårene som gjelder for rettsforholdet mellom partene.

Obligasjonslån skiller seg likevel fra andre typer lån. For det første kjennetegnes obligasjonslån ved måten lånet tas opp på.⁶ Låntaker vil, for å skaffe tilveie den ønskede kapitalen, utstede⁷ obligasjoner.⁸ I korthet skjer dette ved at låntaker tilbyr investorer å tegne seg i obligasjonslånet. Investorer som har tegnet seg i lånet, vil deretter motta

¹ Jf. Oslo Børs (2007) s. 7.

² Jf. Oslo Børs (2007) s. 8.

³ Jf. VPS (2010).

⁴ L.c.

⁵ Jf. Hagstrøm (2003) s. 164 sml. Bergsåker (2005) s. 20.

⁶ Såkalte sertifikatlån tas opp på samme måte som obligasjonslån, men har en løpetid på opp til tolv måneder, mens obligasjonslån gjerne har en løpetid på to til ti år, jf. Oslo Børs (2007) s. 5 og s. 7-8. Se også Bergo (2004) s. 32.

⁷ Se nærmere om utstedelsesprosessen i avsnitt 2.2.

⁸ Se nærmere om hva en «obligasjon» er i avsnitt 2.1.

obligasjoner fra låntaker mot kontant betaling. På denne måten yter investorene et lån til låntaker.⁹ Siden långiverne i et obligasjonslån mottar obligasjoner, kalles disse obligasjonseiere. Tilsvarende betegnes låntaker ofte som utsteder, fordi denne ved etableringen av obligasjonslånet *utsteder* obligasjoner.¹⁰

For det andre kjennetegnes obligasjonslån ved at lånet som sådan består av flere obligasjoner, slik at det normalt vil være flere långivere i det samme lånet.¹¹ Dette skiller obligasjonslån fra bilaterale lån, eks. lån gitt av én bank til én kunde. I seg selv er en flerfoldighet av långivere imidlertid ikke særegent for obligasjonslån.¹² Dette finner man eksempelvis også i syndikatlån, som er «lån ... istandbrakt ved et samvirke mellom flere banker eller tilsvarende finansinstitusjoner».¹³ I obligasjonslån er imidlertid antallet långivere typisk langt høyere - det er ikke uvanlig med så mange som tusen obligasjonseiere i samme lån - enn hva som er vanlig i andre lån med samvirke på kreditorsiden.

Endelig er det et særpreg ved obligasjonslån at det på avtalemessig grunnlag opprettes en særlig struktur på lånets kreditorside. Opprettelsen av en slik struktur kan ses i sammenheng med det høye antallet obligasjonseiere som normalt vil være til stede i et enkelt lån. I korthet innebærer denne strukturen at obligasjonseierne *innad* knyttes sammen i et kreditorfellesskap som representeres *utad* ved en såkalt tillitsmann. Tillitsmannen kan foreløpig betegnes som en fullmektig for obligasjonseierne.

Riktignok finner man også i andre former for kredittgiversamvirke særskilte reguleringer av forholdet mellom kreditorene, og hvordan disse skal representeres utad. Hovedalternativet til obligasjonslån vil ofte være syndikerte lån fra kommersielle banker.¹⁴ I slike lånesyndikater vil deltageres innbyrdes plikter og rettigheter vanligvis være utførlig regulert i låneavtalen, og en av deltagerne vil få oppdraget med å representere de øvrige deltakerne.¹⁵ Dette likner strukturen i obligasjonslån. Likevel er det forskjeller. For det første kan man peke på at flertallets kompetanse til å binde mindretallet, og kompetansen for kreditorfellesskapets representant til å binde fellesskapet, normalt ikke vil være like omfattende i syndikatlån som i obligasjonslån.¹⁶ For det andre vil den enkelte deltaker i et syndikatlån som regel heller ikke være avskåret fra å opptre overfor låntaker gjennom en no action-klausul, slik tilfellet vanligvis er i obligasjonslån.¹⁷ Selv om praksis kan variere, bør det nok derfor kunne sies at den *spesifikke* strukturen

⁹ Sml. Oslo Børs (2007) s. 5.

¹⁰ I det videre vil jeg for variasjonens skyld benytte «obligasjonseier»/«investor» og «utsteder»/«låntaker» som betegnelser på innehaverne av henholdsvis kreditor- og debitorposisjonene i et obligasjonslån.

¹¹ Jf. Sandvik (1982) s. 315.

¹² Om samvirke på kredittgiversiden generelt, se Brækhus (2005) s. 358-363.

¹³ Brækhus (2005) s. 362.

¹⁴ Jf. Wood (2007a) s. 193.

¹⁵ Jf. Brækhus (2005) s. 362-363.

¹⁶ Jf. Wood (2007a) s. 126.

¹⁷ Jf. Wood (2007a) s. 127-128.

som etableres i obligasjonslån representerer et særtrekk ved denne formen for samvirke på kredittgiversiden.

Man kan spørre om det kan oppstilles en nærmere definisjon av hva obligasjonslån er, etter at disse tre kjennetegnene har blitt gjennomgått. At obligasjonslån er lån som ytes av flere kredittgivere, og at disse knyttes sammen i et avtaleregulert fellesskap, er begge kjennetegn som obligasjonslån deler med f.eks. syndikatlån. Det kun ved en nærmere undersøkelse og spesifisering av disse kjennetegnene at det kan påvises relevante forskjeller. Etter min mening er det derfor formålstjenlig å la en definisjon ta utgangspunkt i det kjennetegnet som umiddelbart skiller obligasjonslån fra andre typer lån – måten lånet tas opp på. En mulig definisjon er da å si at obligasjonslån er *lån som tas opp i verdipapirmarkedet gjennom utstedelse av obligasjoner til investorer*.

Oppgavens tema er *kreditorsidens struktur i obligasjonslån*. Formuleringen *obligasjonslån* må forstås som en henvisning til definisjonen over. Oppgavens hovedfokus vil være denne typen lån tatt opp av kommersielle selskaper. *Kreditorsiden* består av obligasjonseierne og tillitsmannen. Det kan innvendes at ettersom tillitsmannen ikke selv er kreditor i obligasjonslånet, men kun fungerer som et bindeledd mellom utsteder og obligasjonseierne, og også kan gi råd til utsteder, så bør denne aktøren ses på som nøytral. Jeg er likevel av den oppfatning at ettersom tillitsmannens prinsipale oppgave er å ivareta og representere obligasjonseierne interesser, så er det naturlig å anse tillitsmannen for å være en aktør på kreditorsiden. Med *struktur* siktes det til den avtalebaserte organiseringen av kreditorsiden. Denne innebærer som nevnt at obligasjonseierne *innad* knyttes sammen i et kreditorfellesskap som representeres *utad* ved en tillitsmann.

Innenfor temaet kan en rekke problemstillinger tas opp. Jeg har valgt å konsentrere meg om følgende hovedproblemstillinger:

- 1) Hvordan ser strukturen ut, og hvordan etableres den?
- 2) Hvordan er plikter, rettigheter og kompetanse fordelt innad i strukturen?
- 3) Hvilken rett har den enkelte obligasjonseier til å opptre utad i egenskap av å være obligasjonseier?

I kapittel 2 gjøres det rede for enkelte faktiske og rettslige utgangspunkter. Den første problemstillingen behandles i kapittel 3. Samme kapittel gir også en kort redegjørelse for strukturen i obligasjonslån på det amerikanske og engelske markedet, siden argumenter derfra benyttes i oppgaven. Kapittel 4 – 7 tar for seg den neste problemstillingen. Både tillitsmannen og obligasjonseiermøtet har kompetanse til å fatte beslutninger med bindende virkning for kreditorfellesskapet. Jeg har valgt å fokusere på obligasjonseiermøtets kompetanse. I kapittel 8 drøftes, i tilknytning til den tredje

problemstillingen, den såkalte no action-klausulen. Kapittel 9 tar for seg obligasjonseierkomiteer. Disse er ikke del av den formelle kreditorstrukturen, og behandles derfor for seg selv. Endelig inneholder kapittel 10 enkelte avsluttende refleksjoner.

Oppgaven avgrenses for det første, jf. at det er *kreditorsiden* som behandles, mot utsteders plikter og rettigheter. For det andre vil investorenes posisjon som obligasjonseiere også innebære at det foreligger et rettsforhold mellom disse og institusjonene som ivaretar ulike funksjoner i markedet, eksempelvis VPS.¹⁸ Det avgrenses i hovedsak mot spørsmål som oppstår i denne sammenheng.

1.2 Rettskildesituasjonen og metodespørsmål

Hovedperspektivet i oppgaven er norsk rett. Obligasjonslån brukes i betydelig utstrekning som finansieringskilde i Norge. Av den grunn er dette perspektivet interessant.

I dag er obligasjonslån, med et unntak, ikke gjenstand for særskilt lovregulering. Unntaket er forskrift 20. desember 1996 nr. 1247 om emisjonskurs og meldeplikt ved utstedelse av ihendehaverobligasjoner mv.¹⁹ Forskriften ivaretar skattemessige hensyn og er derfor ikke relevant i vår sammenheng. Der obligasjoner skal registreres i et verdipapirregister²⁰ eller obligasjonslånet som sådan skal børsnoteres, må riktignok reguleringene i henholdsvis lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter («verdipapirregisterloven») og lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder («børsloven») følges. Denne lovgivningen er imidlertid av generell børs- og verdipapirrettslig karakter. I kapittel 2 og 3 behandles enkelte spørsmål i tilknytning til verdipapirregisterloven. Ellers er disse rettsreglene ikke av betydning for drøftelsene i oppgaven.

Den sentrale rettskilden blir da avtalepraksis. Når avtalepraksis skal drøftes, oppstår spørsmålet om hvordan man skal skaffe seg kunnskap om denne. En kilde kan være de avtaler som benyttes i markedet. Tidligere forelå det visstnok ikke et standardisert skjema for lånekontrakter til bruk i obligasjonslån.²¹ Situasjonen i dag er annerledes. På det norske markedet vil obligasjonslån der selskapet Norsk Tillitsmann ASA (heretter «NTM») er tillitsmann, bygge på standardiserte avtalemaler. Disse malene vil til en viss grad tilpasses det enkelte lånet. Avtalereguleringene som angår kreditorsidens struktur er imidlertid ikke gjenstand for tilpasning. Disse spesifikke reguleringene vil dermed være de samme i hvert enkelt obligasjonslån. Videre er NTM tillitsmann i ca. 90 % av

¹⁸ Jf. Bergo (2004) s. 15.

¹⁹ Gitt med hjemmel i lov 25. juni 1965 nr. 2 § 15.

²⁰ Se nærmere om registreringsplikten i avsnitt 2.1.

²¹ Jf. Sandvik (1982) s. 320.

obligasjonslånene på det norske markedet. På denne bakgrunn kan det antas at avtalemalenes regulering av kreditorsidens struktur, gir et representativt uttrykk for avtalepraksis på det norske markedet. Derfor vil jeg ta utgangspunkt i disse reguleringene der de er relevante for spørsmålet som skal drøftes.

NTM benytter seg av to avtalemalers. Hvilken mal som anvendes avhenger av hvilken risiko lånet er antatt å ha.²² En mal brukes for såkalte høyrisikolån (high yield). Slike lån er forbundet med særlig høy risiko²³ og har i Norge typisk blitt anvendt ved prosjektfinsiering av offshore-rigger og fartøy. En annen mal brukes i lavrisikolån (investment grade). Dette er lån hvor risikoen for mislighold er antatt å være lav. Betegnelsen *plain vanilla* brukes av og til om avtaleverket som benyttes i slike lån.²⁴ Begge avtalemalene bygger på «Mønster for avtale mellom låntaker, tillitsmann og obligasjonseiere om forvaltning av obligasjonslån» (heretter «mønsteravtalen»), laget i samarbeid mellom Den Norske Bankforening, Oslo Børs og Norges Bank.²⁵ Malen for lavrisikolån ble revidert av NTM i samarbeid med Den Norske Bankforening og Oslo Børs i 2006. Høyrisiko-malen er også en revidert utgave av den tidligere mønsteravtalen.

I oppgaven har jeg av hensiktsmessighetsgrunner valgt å ta utgangspunkt i malen for lavrisikolån (heretter omtalt som henholdsvis «obligasjonsavtalen»/«avtalen»/«låneavtalen»/«malen»²⁶). Rettslig sett er dette uten betydning. Reguleringen av kreditorsidens struktur er den samme i begge malene.

Fremgangsmåten for drøftelsen av bestemmelsene i malen vil være en alminnelig avtalerettslig tolkning og utfylling.²⁷ Man er i dag enige om at «målet ved kontraktstolkning må være å fastsette kontraktens innhold med grunnlag i det som er sagt eller skrevet, når ordene forstås etter riktig og vedtatt språkbruk – såkalt *objektiv tolkningsteori*».²⁸ Dette kan også uttrykkes som at kontraktsvilkår etter norsk rett skal tolkes slik at det «tilstrebes et resultat som fremtrer som *rimelig og fornuftig*».²⁹ Men

²² Jf. Wood (2007a) s. 307-308 om kredittrating av obligasjoner.

²³ En mer presis definisjon er: «High yield ... refer[s] to below-investment grade securities, based on the Standard & Poor's and Moody's ratings systems» (min tilføyelse), jf. Wood (2007a) s. 258. Obligasjoner i slike lån kalles tidvis også «junk bonds».

²⁴ «Plain vanilla» er finansiell terminologi for den enkleste utgaven av et finansielt instrument. For obligasjonslån kan en mer presis definisjon være: «A plain vanilla note comprises a promise by the issuer to pay to the noteholder a fixed rate of interest and to repay the principal amount on a stipulated date, but this model is subject to endless variations.» jf. Rawlings (2009) s. 15.

²⁵ Siste revisjon av denne er inntatt i Småskrift fra Den norske Bankforening, januar 1993.

²⁶ Malen er sin helhet lagt ved som vedlegg. For å lette orienteringen for leseren vil imidlertid de enkelte bestemmelsene ofte gjengis der disse er gjenstand for en nærmere vurdering.

²⁷ Se om tolkning og utfylling av avtaler generelt: Haaskjold (2002) s. 94-165 og Woxholth (2009) s. 395-437.

²⁸ Woxholth (2009) s. 402.

²⁹ Hagstrøm (2003) s. 43.

«prinsippet om objektiv tolkning må underkastes modifikasjon hvis partene på avtaleinngåelsestidspunktet har hatt en felles oppfattelse av kontraktens forståelse og dette kan påvises».³⁰

Et metodisk spørsmål er om reguleringene i avtalemalen helt eller delvis kan betegnes som «standardvilkår», og om dette i så fall vil ha noen innvirkning på tolkningsprosessen.³¹ Det finnes ingen legaldefinisjon av standardvilkår.³² En anvendbar definisjon kan være at dette er «kontraktsvilkår som er utarbeidet på forhånd, og som tilsiktes anvendt i et ubestemt antall fremtidige, konkrete kontraktsforhold av en nærmere bestemt type».³³ Reguleringene i NTM-malene som angår struktur og kompetanse legges uforandret til grunn i det enkelte obligasjonslån, og må derfor sies å være utarbeidet på forhånd. Disse er også tilsiktet brukt i et ubestemt antall fremtidige låneavtaler. Etter ovenfornevnte definisjon er det da nærliggende å betrakte i alle fall disse reguleringene som standardvilkår. Høyesterett synes også å legge til grunn at avtalene som benyttes i obligasjonslån er standardavtaler.³⁴

Ved tolkning av standardvilkår er utgangspunktet, på samme måte som for andre avtaler, hva som fremgår av avtalens objektive innhold ut fra naturlig språklig forståelse.³⁵ Woxholth mener at ikke mye vil være vunnet ved å oppstille særlige tolkningsprinsipper for standardvilkår.³⁶ Nisja er enig i dette, men fremhever at det rent praktisk ved tolkning av standardvilkår i enda større grad enn ved individuelt fremforhandlede avtaler vil være vanskelig å finne noen subjektiv fellesforståelse.³⁷ Woxholth peker tilsvarende på at det i praksis ofte vil være riktig å tolke standardvilkår objektivt med stor vekt på formålet og reelle hensyn.³⁸ Det juridisk-tekniske utgangspunktet for tolkningsspørsmålene som reises i oppgaven, vil da være de alminnelige prinsippene for avtaletolkning.³⁹ Tolkningsspørsmålene har videre ikke tilknytning til et konkret avtaleforhold. Dermed vil vi ikke ha informasjon om partspesifikke momenter, annet enn antakelser om hva som er de typiske forutsetningene for partene i et obligasjonslån. Tolkningen vil derfor nærme seg det objektive preget som

³⁰ Woxholth (2009) s. 403.

³¹ Se om standardvilkår: Haaskjold (2002) s. 166-206 og Woxholth (2009) s. 185-195 og s. 438-440.

³² Jf. Woxholth (2009) s. 53.

³³ Haaskjold (2002) s. 166 med videre henvisninger. Se også Woxholth (2009) s. 53.

³⁴ Jf. Høyesteretts kjennelse av 7.april 2010 (avsnitt 44).

³⁵ Jf. Haaskjold (2002) s. 183 jf. Woxholth (2009) s. 438.

³⁶ Jf. Woxholth (2009) s. 439.

³⁷ Jf. Nisja (2003) s. 312.

³⁸ Jf. Woxholth (2009) s. 439.

³⁹ Jf. Haaskjold s. 183.

både Woxholth og Nisja fremhever som et mulig særtrekk ved tolkning av standardvilkår i praksis.

Der avtalen er uklar på et punkt, er det aktuelt å foreta en utfylling med *analogi* fra beslektede rettsforhold. Særlig peker aksjeselskapsretten seg her ut ved at den struktur som finnes i aksjeselskap likner strukturen som etableres i obligasjonslån. Tillitsmannens, obligasjonseiermøtets og obligasjonseiernes posisjoner i et obligasjonslån, kan sammenlignes med henholdsvis styrets, generalforsamlingens og aksjonærenes posisjoner⁴⁰ i et aksjeselskap. Denne likheten opplyses av NTM dessuten å være tilsiktet, hvilket kan være et ytterligere argument for at en analogi kan være forsvarlig. Der aksjeselskapsretten omtales, vil det kun bli henvist til lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper (heretter «aksjeloven»). Dette fordi bestemmelsene som er relevante i vår sammenheng har det samme innhold i aksjeloven og allmennaksjeloven.

Både der avtalen er uklar eller overhodet ikke løser et spørsmål, er det videre aktuelt å hente argumenter fra *rettspraksis* og *teori*. Det foreligger få norske rettsavgjørelser om obligasjonslån. Noen av disse er imidlertid relevante for spørsmålene som tas opp i oppgaven. I norsk teori har obligasjonslån kun vært gjenstand for fragmentarisk behandling, men enkelte argumenter kan likevel hentes derfra. Argumenter kan også hentes fra *utenlandsk rettspraksis* og *teori*. Angloamerikansk rett utpeker seg her som særlig aktuell. Begrunnelsen for dette er for det første at den rettslige utformingen av kreditorstrukturen i obligasjonslån på det norske markedet antas å være inspirert av engelsk og amerikansk praksis. I alle fall er det vesentlige likheter i utformingen.⁴¹ Videre har obligasjonslån vært gjenstand for atskillig interesse i engelsk og amerikansk teori, og det foreligger også rettspraksis både fra USA og England som er av interesse.

Der spørsmålet er hva som er *gjeldende utenlandsk rett* støtter jeg meg på teoretiske utlegninger. Siden hovedperspektivet er norsk rett, ville det være for plasskrevende å foreta selvstendige drøftelser av hva som er gjeldende rett i henholdsvis USA og England.

⁴⁰ Jf. avsnitt 4.5.

⁴¹ Jf. avsnitt 3.5.

2 Generelt om obligasjonslån og obligasjoner

2.1 Hva er en obligasjon i et obligasjonslån?

Hagstrøm gir følgende generelle definisjon av *begrepet* obligasjon i en forklaring av hva som menes med obligasjonsrett:

«Betegnelsen obligasjonsrett stammer fra det latinske *obligatio*, og har lenge vært brukt som en teknisk term for topartsforhold, der den ene part har et krav (kreditor), den annen en forpliktelse (debitor), og disse er koplet sammen. *Obligasjonen er altså det som binder partene sammen i et skyldforhold*»⁴² (siste uth. min).

Denne definisjonen dekker det forhold at utsteder og den enkelte obligasjonseier gjennom obligasjonen bindes sammen i et skyldforhold. Definisjonen er imidlertid for generell i vår sammenheng. Når man snakker om obligasjoner i obligasjonslån er det klart at betegnelsen brukes i en mer konkret betydning. Det må derfor undersøkes om det kan oppstilles en mer presis rettslig karakteristik av hva en obligasjon er. Man kan her skille mellom spørsmålet om hva obligasjonen representerer, altså hva som kjennetegner fordringen som er knyttet til obligasjonen, og spørsmålet om hva den underliggende obligasjonen er.

Kravet som representeres ved obligasjonen innebærer en betalingsforpliktelse for utsteder – denne skal normalt tilbakebetale lånebeløpet pluss renter – og en tilsvarende rett for innehaveren av obligasjonen til å motta betaling. Med andre ord gir obligasjonen uttrykk for et pengekrav.⁴³

Videre er det kun utstederen som forpliktes etter kravet obligasjonen representer. Isolert etablerer dermed obligasjonen et rettsforhold mellom utstederen og obligasjonseieren som går ut på en *ensidig forpliktelse*. Det er først hvis man tar i betraktning obligasjonsavtalen, at man kan si at rettsforholdet mellom obligasjonseieren og utsteder er *gjensidig bebyrdende*.⁴⁴ Til dette kan det innvendes at investoren som opprinnelig tegnet seg i lånet, mottok obligasjonene mot å innbetale pålydende for hver av dem, slik at obligasjonen likevel må sies å gi uttrykk for et gjensidig bebyrdende rettsforhold mellom denne og utsteder. Man kan da peke på at obligasjonene vil være betalt før de mottas, slik at den opprinnelige investorens forpliktelse overfor utsteder vil

⁴² Hagstrøm (2003) s. 25.

⁴³ Se generelt om pengekrav i Bergsåker (2005), Hagstrøm (2003) og Krüger (1984).

⁴⁴ Om ensidige forpliktelser og gjensidig bebyrdende kontraktsforhold, se Hagstrøm (2003) s. 37.

ha opphørt før han blir obligasjonseier. Men dette vil likevel være en misforståelse. Kravet som knytter seg til selve obligasjonen, går utelukkende ut på en betalingsforpliktelse for utsteder. Grunnlaget for den opprinnelige investorens forpliktelse overfor utsteder vil være tegningen. På samme måte vil det ved senere omsetning av obligasjonene være kreditorposisjoner som erverves av kjøper. Kjøperens betalingsforpliktelse overfor overdrageren vil da følge av en separat kjøpsavtale, ikke av obligasjonen i seg selv.

Endelig kan det også fremheves som et kjennetegn ved kravet tilknyttet obligasjonen, at dette vil være et av flere krav som tilsammen utgjør utsteders totale gjeldsforpliktelse i det enkelte lånet.

Med Bergo kan man da si at «obligasjoner ... utgjør ensidige kontraktsforhold av typen pengekrav mellom en rekke kreditorer og en instrumentutstedende debitor».⁴⁵ Denne definisjonen får klart frem at en obligasjon gir uttrykk for et pengekrav, og at kontraktsforholdet innebærer en ensidig forpliktelse for utsteder. Definisjonen får også frem at det vil være en rekke obligasjonseiere i samme lån, noe som nok kan hevdes å være kjennetegn ved den enkelte obligasjon. Imidlertid er det en mangel ved definisjonen: spørsmålet om hva selve obligasjonen er, eller mer presist; hva betegnelsen *obligasjon* sikter til, gjenstår.

Tidligere var det vanlig at man med uttrykket *obligasjon* spesifikt siktet til ihendehavergjeldsbrev, jf. lov 17. februar 1939 nr. 1 om gjeldsbrev («gjeldsbrevloven») § 11 annet ledd nr. 1.⁴⁶ Denne typen gjeldsbrev ble benyttet der store virksomheter eller det offentlige tok opp lån fordelt på en rekke långivere, altså den typen lån som i dag gjennomgående kalles obligasjonslån.⁴⁷

Andre vanlige betegnelser på ihendehavergjeldsbrev brukt på denne måten var partialobligasjoner, ihendehaverobligasjoner og mengdegjeldsbrev.⁴⁸ Sistnevnte betegnelse benyttes i gjeldsbrevloven § 4 annet ledd.

Siden en *obligasjon* da ville være et ihendehavergjeldsbrev i gjeldsbrevslovens forstand, kunne man derav trekke bestemte slutninger om hva som kjennetegnet selve obligasjonen. For det første ville man vite at obligasjonen var et *gjeldsbrev*. Gjeldsbrevloven definerer ikke selv hva som ligger i begrepet.⁴⁹ Lovens forarbeider

⁴⁵ Bergo (2004) s. 23

⁴⁶ Jf. Krüger (1984) s. 149 jf. Bergsåker (2005) s. 24.

⁴⁷ Jf. Hagstrøm (2003) s. 882 jf. Bergsåker (2005) s. 24 jf. Krüger (1984) s. 149.

⁴⁸ Jf. Bergsåker (2005) s. 24 sml. Hagstrøm (2003) s. 882 sml. Krüger (1984) s. 149.

⁴⁹ Jf. Bergsåker (2005) s. 21 jf. Hagstrøm (2003) s. 881 jf. Krüger (1984) s. 146.

inneholder imidlertid følgende uttalelse, som har blitt lagt til grunn i senere teori og praksis.⁵⁰

«I tilslutning til tradisjonell oppfatning både hos oss og annetsteds er det først og fremst skriftlige og i det ytre selvstendige løfter om å betale penger som kalles gjeldsbrev.»⁵¹

Det relevante i vår sammenheng er at man da, siden et løfte må være skriftlig for å regnes som et gjeldsbrev, kunne legge til grunn at obligasjonen ville være et skriftlig dokument. For det andre ville obligasjonen være et *ihendehavergjeldsbrev*. Dette er gjeldsbrev som «lyder på ihendehavaren eller ikkje seier kven gjelda skal betalast til», jf. gjeldsbrevloven § 11 annet ledd nr. 1. Derfor kunne man også legge til grunn at *obligasjonen* ikke ville inneholde kreditors navn.⁵²

I dag er det klart at obligasjoner som regel ikke lenger er slike *ihendehavergjeldsbrev*. Verdipapirregisterloven § 2-1 første ledd nr. 2 oppstiller en registreringsplikt for «norske ihendehaverobligasjoner».⁵³ Videre gir verdipapirregisterloven § 2-2 adgang til registrering også av obligasjoner som ikke er registreringspliktige.⁵⁴ I praksis vil obligasjoner i obligasjonslån der NTM er tillitsmann i de aller fleste tilfeller registreres uavhengig av om de er registreringspliktige. Ettersom NTM er tillitsmann i ca. 90 % av lånene på det norske markedet, så kan det derfor legges til grunn at en obligasjon normalt vil være registrert i et verdipapirregister (i Norge er VPS foreløpig det eneste registeret⁵⁵). Som en følge av at obligasjonene er registrerte i VPS, vil det normalt ikke samtidig eksistere et *ihendehavergjeldsbrev* som gir uttrykk for det samme krav. For registreringspliktige obligasjoner følger dette av at verdipapirregisterloven § 2-1 er forstått slik at den innebærer et forbud mot papirbaserte «mengdegjeldsbrev utstedt til ihendehaver».⁵⁶ For obligasjoner registrert etter verdipapirregisterloven § 2-2, følger dette av at frivillig registrering ikke kan skje dersom «dersom det allerede er utstedt et dokument som representerer det finansielle instrumentet på en måte som kan komme i strid med det som følger av denne loven», med mindre «slikt dokument makuleres, legges i sikker forvaring eller på annen måte sikres mot å komme i omsetning», jf. verdipapirregisterloven § 2-2 annet ledd.

⁵⁰ Jf. Bergsåker (2005) s. 21 jf. Hagstrøm (2003) s. 881.

⁵¹ Utkast til lov om gjeldsbrev (1935) s. 13.

⁵² Jf. Bergsåker (2005) s. 24.

⁵³ For en nærmere omtale av registreringsplikten, se Bergo (2004) s. 336 og Torvund (2010) note 5.

⁵⁴ For en nærmere omtale av adgangen til registrering, se Bergo (2004) s. 337 og Torvund (2010) note 7-11.

⁵⁵ Jf. Bergo (2004) s. 324.

⁵⁶ Jf. Torvund (2010) note 5 sml. Brækhus (1998) s. 164 om den tilsvarende bestemmelsen i verdipapirsentralloven av 1985 § 1-2.

En obligasjons eksistens vil da som regel kun fremgå av en elektronisk registrering i VPS, og «beviset» for at man er eier av en obligasjon finnes i registeret.⁵⁷ Obligasjonene vil dermed være registrerte finansielle instrumenter «... som blir utstedt, omsatt, pantsatt og innfridd ved registrering etter reglene i verdipapirregisterloven».⁵⁸ Her må det likevel gjøres en reservasjon for tilfellene der obligasjonen er unntatt fra registreringsplikten, og registrering ikke har skjedd. I disse tilfellene gjelder gjeldsbrevlovens regler såfremt obligasjonen oppfyller gjeldsbrevlovens krav til ihendehaverobligasjoner.⁵⁹

Man kan dermed si at obligasjoner i dag er dematerialiserte – de er ikke lenger skriftlige dokumenter - og demobiliserte – avhendelse skjer ikke lenger gjennom fysisk overlevering av et dokument, men obligasjonen som sådan blir i registeret og skifter eier gjennom omregistrering.

Spørsmålet er så hvilken definisjon som kan være treffende. En anvendbar definisjon er etter mitt syn å si at en obligasjon er *et pengekrav som er representert ved en elektronisk registrering, og som innebærer en nærmere spesifisert tilbakebetalingsforpliktelse for utsteder av obligasjonen*. Alternativ kunne man ha bygget på Bergos definisjon, og sagt at «obligasjoner ... utgjør ensidige kontraktsforhold av typen pengekrav mellom en rekke kreditorer og en instrumentutstedende debitor [og er representert ved elektronisk registrering]» (min tilføyelse).⁶⁰ Fordelen med den sistnevnte definisjonen er at man fremhever at det vil være flere obligasjoner i et obligasjonslån, og at man som eier av obligasjoner typisk vil være en av flere kreditorer med likelydende krav. Dette er imidlertid omstendigheter som ligger *utenfor* den enkelte obligasjon, og den førstnevnte definisjonen kan således sies å gi en mer presis karakteristik av hva selve obligasjonen er. Hvilken av de foreslåtte definisjonene man foretrekker avhenger imidlertid av hva man ønsker å betone.

Det bør bemerkes at obligasjoner i dag fremdeles ofte omtales som «ihendehaverobligasjoner».⁶¹ Dette kan ha sammenheng med at verdipapirregisterloven § 2-1 første ledd nr. 2 – i likhet med den tidligere verdipapirsentralloven § 1-2 første ledd bokstav b – taler om «norske ihendehaverobligasjoner» eller at språkbruken har fastnet. Lovens bruk av uttrykket «ihendehaverobligasjon» er kritisert,⁶² og det antas at formuleringen bør forstås tilsvarende som verdipapirhandelloven § 2-2 annet ledd nr. 2

⁵⁷ Jf. Bergsåker (2005) s. 25.

⁵⁸ Selvig (2009) note 39.

⁵⁹ Jf. Hagstrøm (2003) s. 882.

⁶⁰ Jf. Bergo (2004) s. 23.

⁶¹ Se eks. Bergo (2004) s. 31 og NTM (2009) s. 4.

⁶² Se Brækhus (1998) s. 164, Hagstrøm (2003) s. 882 og Torvund (2010) note 5.

der betegnelsen er «obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på lånemarkedet».⁶³

Etter mitt syn er det en viss fare forbundet med å bruke betegnelsen «ihendehaverobligasjoner» siden dette kan forstås som en henvisning til gjeldsbrevlovens bestemmelser. Dersom man henviser til ordlyden i verdipapirregisterloven § 2-1 første ledd nr. 2, så bør dette presiseres. Men hvis man med betegnelsen vil uttrykke at det er den som står registrert som eier av obligasjonen som har rett til å motta betalingene, sml. «ihendehaver» i gjeldsbrevlovens terminologi, så kan kanskje uttrykket til en viss grad forsvares. Likevel er det treffende påpekt av Brækhus at betegnelsen er uheldig ettersom «... man kan ha [et dokument] i hende, men ikke den posisjon i et dataregister som nu erstatter dokumentet» (min tilføyelse).⁶⁴ Jeg vil derfor i det videre bruke betegnelsen *obligasjoner* for å unngå eventuelle misforståelser.

2.2 Emisjon og omsetning av obligasjoner

Obligasjonene vil plasseres i markedet gjennom en emisjon.⁶⁵ Det er således gjennom emisjonen at utsteder tar opp obligasjonslånet. Begrepet emisjon kan enten brukes som en betegnelse på et foretaks formelle utstedelse av verdipapirer (i vårt tilfelle obligasjoner), eller for å beskrive hele prosessen fra der et foretak tilbyr en større eller mindre gruppe å tegne dets verdipapirer, frem til disse har betalt for og mottatt verdipapirene.⁶⁶ Her brukes begrepet i sistnevnte betydning.

Først skal en typisk emisjon beskrives der låntager er et kommersielt selskap. Et selskap med behov for finansiering – enten i forbindelse med et påtenkt prosjekt, oppkapitalisering for å unngå konkurs m.m. – må først kommersielt vurdere om finansieringsbehovet skal forsøkes dekket gjennom en egenkapital- eller fremmedkapitalkilde. Egenkapital er eierkapital, og omfatter hovedsaklig aksjekapital og ansvarlige lån.⁶⁷ Fremmedkapital, eller lånekapital, er kapital som stilles til disposisjon mot at låntager betaler renter og avdrag.⁶⁸ I finansiell terminologi betegnes således obligasjonslån som en kilde til fremmedkapital/lånekapital. Man kan da mer presist si at obligasjonslån etableres gjennom en låneemisjon i primærmarkedet.⁶⁹

⁶³ Jf. Torvund (2010) note 5.

⁶⁴ Brækhus (1998) s. 164.

⁶⁵ Betegnelsene «utstedelse» og «tegning» benyttes også, jf. Bergo (2004) s. 46. Begrepene er imidlertid ikke helt sammenfallende.

⁶⁶ Jf. Bergo (2004) s. 46.

⁶⁷ Se eks. St.meld. nr. 41 (1998) avsnitt 5.1.

⁶⁸ L.c.

⁶⁹ Jf. Bergo (2004) s. 46.

Etter at selskapet har bestemt seg for å ta opp et obligasjonslån, vil det vanligvis kontakte et foretak som tilbyr tilrettelegger tjenester. Tilretteleggerens oppgave er å utforme obligasjonen som skal legges ut i markedet. I denne prosessen vil tilrettelegger foreta en analyse av selskapet og dets behov, undersøke hvilke forpliktelser som kan pålegges selskapet, hvilke muligheter selskapet har for å stille pantesikkerhet m.v. Sammen med det utstedende selskapet utformer tilretteleggeren en lånebeskrivelse, som vil danne tegningsgrunnlaget for låneavtalen.

Deretter vil obligasjonslånene bli markedsført overfor potensielle investorer. Markedsføringen foretas enten av meglere hos samme selskap som tilrettela lånet, eller av et annet selskap. Tegningstilbudet kan enten gå ut til en bestemt gruppe investorer (private placement), eller lånet kan legges ut til offentlig tegning. I enkelte tilfeller gis de interesserte investorene mulighet til å påvirke lånevilkårene før de tegner seg. Størst mulighet for påvirkning er det typisk i høyrisikolån. Eventuelle forhandlinger vil skje mellom investorene og tilrettelegger, slik at utsteder normalt ikke vil ha direkte kontakt med investorene. Ofte vil imidlertid investorene være henvist til å akseptere lånevilkårene slik de står eller unnlate å investere.

Etter at investorene har tegnet seg, skal utsteder før obligasjonene emitteres sende den nødvendige dokumentasjonen til tillitsmannen, jf. obligasjonsavtalens pkt. 4.1.1. Tillitsmannen plikter å kontrollere hvorvidt dokumentasjonskravene i obligasjonsavtalen er oppfylt, jf. avtalens pkt. 4.1.3. Oppgjør av emisjonen skjer så ved at investorene mottar obligasjonene mot kontant betaling. Lånets størrelse vil således være produktet av antall emitterte obligasjoner multiplisert med obligasjonenes pålydende.

De emitterte obligasjonene vil deretter kunne være gjenstand for omsetning mellom interesserte investorer.⁷⁰ Omsetning vil skje på sekundærmarkedet (annenhåndsmarkedet), som er markedet «... hvor de utstedte verdipapirene skifter eier gjennom annenhåndsomsetning».⁷¹ Meglerhusene har ofte egne obligasjonsmeglere som bistår investorer med kjøp og salg. Noterte obligasjoner omsettes i Norge enten på det regulære børsmarkedet eller på ABM (Alternative Bond Market), som begge driftes av Oslo Børs ASA.⁷²

⁷⁰ Jf. avsnitt 4.3.

⁷¹ Bergo (2004) s. 47.

⁷² ABM har mindre strenge krav til notering enn det regulære børsmarkedet, jf. Oslo Børs (2007) s. 9.

2.3 Begrunnelser for bruken av obligasjonslån

For utsteder kan bruken av obligasjonslån være begrunnet i flere forhold. For det første kan utsteder, der obligasjonslån er en av flere mulige kapitalkilder, ha kommet til at obligasjonslån er den finansieringsmåten som innebærer lavest kapitalkostnad. Men det ønskede lånebeløpet kan også være så stort at ingen enkeltaktør kan eller vil yte det alene, slik at det kun er mulig å oppnå den totale lånesummen ved å stykke opp lånet og tilby flere aktører å delta.⁷³ Utstедers lån kan også være forbundet med en såvidt stor risiko at enkeltinvestorer av den grunn bare ønsker å investere i en del av dette.⁷⁴ Ved å velge obligasjonslån får utsteder dessuten tilgang på en større krets av investorer⁷⁵ med forskjellig risikoprofil, noe som høyner muligheten for en vellykket etablering av lånet selv der risikoen anses som høy. Selskapet er forbundet med høy risiko å investere i, kan eksempelvis tenkes å oppnå finansiering på high yield-markedet.⁷⁶ For utsteder kan kontrollen over selskapet også være et moment. En investor har i egenskap av å være obligasjonseier ikke direkte medbestemmelsesrett i selskapet slik en aksjeeier normalt vil ha (det må her tas forbehold om at den aktuelle obligasjonsavtalen kan pålegge utsteder forpliktelser som i realiteten gir obligasjonseierne en viss indirekte kontroll over utsteder).

For investorer er investering i obligasjoner naturlig nok typisk motivert i et ønske om avkastning, enten gjennom å motta innbetalinger fra utsteder eller gjennom omsetning av obligasjoner på sekundærmarkedet. Man har imidlertid også eksempler på at investorer har kjøpt obligasjoner for å oppnå økonomisk gevinst på andre måter.⁷⁷ Investorer som plasserer sine midler i obligasjoner vil dessuten ha større muligheter enn ellers til å omplassere sine midler under lånets løpetid ved salg av obligasjonene.⁷⁸ Kontantstrømmen fra utsteder kan nok også betegnes som mer forutsigbar (dersom man ser bort i fra at det utstedende selskapet kan komme opp i økonomiske vanskeligheter) enn f.eks. utbytte på aksjer, der man normalt er avhengig av vedtak truffet av generalforsamlingen for at utdeling skal skje. I enkelte tilfelle vil obligasjonslån velges som investeringsform selv der en investor ønsker å yte lånet i sin helhet, fordi denne ikke ønsker eller har mulighet til selv å administrere lånet. Dennes motivasjon vil i så fall være at man i et obligasjonslån kan overlate administrasjonen av lånet til tillitsmannen.

⁷³ Jf. Brækhus (2005) s. 358.

⁷⁴ L.c.

⁷⁵ Jf. Sandvik (1982) s. 316.

⁷⁶ Se avsnitt 1.2 om begrepet «high yield».

⁷⁷ Highberry-tilfellet er et eksempel på dette, jf. avsnitt 8.1.1.

⁷⁸ Jf. Sandvik (1982) s. 316.

En investors forhold til obligasjonsavtalen kan antas å variere etter hvilken motivasjon investoren hadde for sin investering. Investoren som kun ønsker å motta utbetalinger i tråd med obligasjonens vilkår, vil nok være fornøyd så lenge de av obligasjonsavtalens bestemmelser som har innvirkning på obligasjonens kontantstrøm overholdes. Uvesentlig kontraktsbrudd er neppe noe denne investoren vil bry seg med. Investoren som ønsker å videreselge obligasjonene med fortjeneste vil nok være mest opptatt av markedets oppfatning av obligasjonens verdi, slik at obligasjonsavtalens bestemmelser for ham blir mindre viktige (selv om disse selvfølgelig vil kunne ha innvirkning på markedsverdien). Endelig vil den investoren som ønsker å oppnå betaling fra utsteder utover, eller tidligere, enn hva som følger av obligasjonens vilkår, forsøke å finne midler for å realisere sitt formål. Der det foreligger et brudd på obligasjonsavtalens bestemmelser vil nok denne i større grad være interessert i å anvende misligholdet, uansett dets betydning, som et våpen mot utsteder for å oppnå den ønskede gevinsten. Man kan derfor kanskje si at obligasjonsavtalen generelt er av betydning for investorenes interesse i obligasjonslånet, men at investorenes forhold til obligasjonsavtalens bestemmelser kan variere, og at andre forhold *utenfor* obligasjonsavtalen kan være vel så viktige for deres interesse i de aktuelle obligasjonene. I en tvist om forståelsen av obligasjonsavtalen kan disse ulike motivasjonene antas å bli ansett for å være mer eller mindre beskyttelsesverdige av en domstol.

3 Oversikt over kreditorsidens struktur

3.1 Innledning

I obligasjonslån er de grunnleggende rettslige posisjonene henholdsvis posisjonen som utsteder (låntager) og posisjonen som obligasjonseier (långiver/investor). Det er mellom disse at skyldforholdet består. Et av særpregene ved obligasjonslån er, som nevnt, at lånet består av flere obligasjoner som hver for seg gir uttrykk for et slikt skyldforhold. Den enkelte obligasjonseier vil være innehaver av en eller flere obligasjoner, og det vil normalt være et større antall obligasjonseiere i samme lån. Denne oppsplittingen av lånet er forbundet med fordeler for både utsteder og investor.⁷⁹

Imidlertid kan en slik oppsplitting også innebære ulemper. I et obligasjonslån vil som oftest flere ulike eierinteresser være representert, og disse kan være sammenfallende eller avvikende i den enkelte situasjonen. Man kan som et eksempel tenke seg at det utstedende selskapet ikke makter å oppfylle sine betalingsforpliktelser etter obligasjonsavtalen. Det kan da oppstå konflikt mellom obligasjonseierne om hva som skal foretas med hensyn til obligasjonslånet. Noen obligasjonseiere kan f.eks. være villige til å innrømme utsteder en utsatt betalingsfrist, mens andre vil foretrekke å bringe lånet til forfall.

Siden obligasjonseierne kan ha ulike interesser, vil en rett for den enkelte obligasjonseier til fritt til å forfølge sine interesser – uten å måtte ta hensyn til de øvrige obligasjonseierne – kunne føre til at det oppstår situasjoner som er uoversiktlige og ugunstige for både obligasjonseierne og utsteder.⁸⁰ Hvis det ikke skjer noen samordning mellom obligasjonseierne, kan man eksempelvis risikere at en obligasjonseier på egen hånd går til rettslige skritt overfor utsteder. Slik ukoordinert atferd kan stenge for, eller i det minste vanskeliggjøre, en løsning som flertallet av obligasjonseierne ønsker. For utsteder vil det dessuten kunne være svært ressurskrevende å måtte håndtere pågang fra en rekke enkeltstående obligasjonseiere.

Brækhus peker på at slike ulemper «i noen grad [kan] avhjelpes ved at det etableres et samarbeide mellom långiverne» (min tilføyelse).⁸¹ I obligasjonslån etablerer obligasjonsavtalen et formelt samarbeid mellom obligasjonseierne ved å knytte disse

⁷⁹ Jf. avsnitt 2.3

⁸⁰ Se nærmere om ulempene forbundet med en håndhevelsesrett for den enkelte i avsnitt 8.1.1.

⁸¹ Brækhus (2005) s. 358.

sammen i et såkalt obligasjonseierfellesskap. Avtalen gir utførlige reguleringer av representasjons- og kompetanseforholdene i dette fellesskapet (tilsvarende reguleringer finnes også i obligasjonslån utstedt på andre markeder enn det norske).⁸² Et slikt samarbeid er ingen nyvinning. Arnholm viste eksempelvis i sin panterett fra 1950 til at «når obligasjonene er spredt på mange hender ... avtaler man [ofte] i slike tilfelle en selskapslignende ordning» (min tilføyelse).⁸³ Dersom man ser de nevnte reguleringene i sammenheng kan man si at obligasjonsavtalen etablerer en særlig struktur for representasjon og avgjørelse av spørsmål i det enkelte obligasjonslånet. For enkelthets skyld har jeg valgt å omtale dette som «strukturen i obligasjonslån». Strukturen drøftes i dette kapittelet, og i kapittel 4-8.

3.2 Oversikt over strukturen

I et obligasjonslån der obligasjonene er utstedt, men enda ikke innfridd, vil tre aktører være direkte involvert i lånet på grunnlag av obligasjonsavtalen (det ses her dermed bort fra mellommenn og institusjoner som kan ha befatning med lånet og obligasjonene uavhengig av obligasjonsavtalen). Disse er det utstedende selskapet (med mindre det har skjedd et debitorskifte), obligasjonseierne og tillitsmannen.

Dersom man skiller mellom lånets debitor- og kreditorside vil utsteder være den eneste aktøren på debitorsiden (det ses her bort fra at man kan tale om flere debitorer dersom sideforpliktelser som garantistillelser fra morselskap eller liknende inkluderes). Utstедers forpliktelser er ikke særpregede for obligasjonslån. Det avgrenses derfor mot disse i den videre fremstillingen. Kreditorsidens oppbygning er mer komplisert. Her vil man for det første ha obligasjonseierne. Gjennom obligasjonsavtalen bindes disse sammen i det overfornevnte obligasjonseierfellesskapet. Obligasjonsavtalen oppretter også et såkalt obligasjonseiermøte, som er obligasjonseiernes beslutningsorgan. Videre finner man på kreditorsiden også tillitsmannen.⁸⁴ Tillitsmannen opptrer hovedsaklig som obligasjonseierfellesskapets representant, og etter obligasjonsavtalen er det kun tillitsmannen som kan opptre overfor utsteder på grunnlag av obligasjonslånet. Den enkelte obligasjonseier er gjennom en såkalt no action-klausul avskåret fra selv å gjøre dette. Allerede her bør det nevnes at det har heftet usikkerhet ved hvorvidt tillitsmannen har søksmålskompetanse i saker vedrørende obligasjonseiernes krav mot utsteder og

⁸² Se eks. omtalen av det engelske og det amerikanske markedet i avsnitt 3.5.

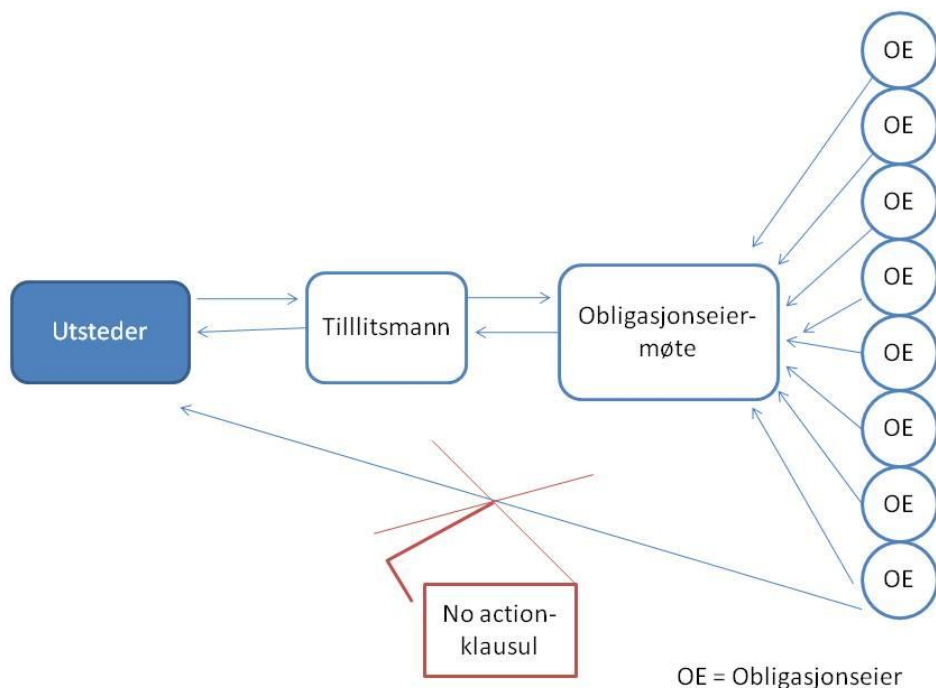
⁸³ Arnholm (1950) s. 300.

⁸⁴ Jf. avsnitt 1.1.

andre, jf. lov 17. juni 2005 nr. 90 om mekling og rettergang i sivile tvister («tvisteloven») § 1-3.⁸⁵

Spørsmålet er foreløpig avgjort ved Høyesteretts kjennelse av 7. april 2010.⁸⁶ I saken hadde et riggselskap, Thule Drilling ASA, finansiert byggingen av tre borerigger gjennom opptak av obligasjonslån. NTM var tillitsmann i lånene. I forbindelse med at det ble fremforhandlet endringer av låneavtalene, stilte hovedaksjonæren i riggselskapet garantier for selskapets låneforpliktelser. Garantiene ble stilt overfor NTM på vegne av obligasjonseierne. Låneforpliktelsene ble senere misligholdt. NTM tok derfor ut søksmål på vegne av obligasjonseierne, og krevet oppgjør i henhold til garantien. Garantisten anførte at NTM ikke hadde tilstrekkelig søksmålssevne. Høyesterett kom til at NTM hadde tilstrekkelig tilknytning til kravet, jf. tvisteloven § 1-3, slik at NTM kunne reise søksmål i eget navn for obligasjonseiernes krav. Høyesterett presiserte dessuten (i avsnitt 23) at «spørsmålet om søksmålskompetanse må klarligvis vurderes på samme måte for andre selskaper som opptrer som tillitsmann basert på tilsvarende avtalekompleks». Kjennelsens betydning kan således neppe være begrenset til lån hvor NTM er tillitsmann.

Den grunnleggende strukturen i et obligasjonslån kan etter dette illustreres ved diagrammet nedenfor, der koplingene mellom de ulike aktørene er representert ved piler.



⁸⁵ Opphavet til denne usikkerheten var Borgarting lagmannsretts kjennelse av 30. september 2009, hvor lagmannsretten la til grunn at tillitsmannen ikke hadde slik søksmålskompetanse. Inntil da hadde man regnet med at tillitsmannens søksmålskompetanse var uproblematisk.

⁸⁶ Se også om kjennelsen i avsnitt 8.1.2.

3.3 Rettsgrunnlaget for strukturen – etablering og opprettholdelse

Rettsgrunnlaget for strukturen i et obligasjonslån er obligasjonsavtalen. Således er det avgjørende at utsteder, obligasjonseierne og tillitsmannen alle er bundet av obligasjonsavtalen for at strukturen skal etableres og bestå.⁸⁷ Spørsmålet her er om, og i så fall hvordan, disse blir bundet av obligasjonsavtalen.⁸⁸

Først kan bindingsspørsmålet vurderes for tillitsmannen og utstederen. Avtalen inngås etter sin ordlyd mellom utsteder og tillitsmannen «på vegne av obligasjonseierne», jf. obligasjonsavtalens innledende avsnitt. Formuleringen må ses i sammenheng med at obligasjonseierne gir tillitsmannen fullmakt⁸⁹ til å opptre på deres vegne, jf. avtalens pkt. 7.1.1 (1) (b). Det utstedende selskapet er således direkte nevnt i avtalens ordlyd som avtalepart, og forutsettes etter obligasjonsavtalens system å bli bundet til avtalen gjennom signering av denne. Tillitsmannen er også direkte nevnt i avtalens ordlyd, men med den forskjell at tillitsmannen inngår avtalen «på vegne av obligasjonseierne». Det kan spørres om ordlyden skal forstås slik at tillitsmannen selv ikke slutter seg til obligasjonsavtalen ved signeringen. Dette er klart ikke en holdbar tolkning. Avtalen pålegger tillitsmannen plikter, gir tillitsmannen rett til betaling og tildeler denne kompetanse, hvilket må sies å gi uttrykk for en klar forutsetning om at tillitsmannen selv vil bli bundet ved sin signering. At tillitsmannen selv blir bundet ved avtaleinngåelsen, er også forutsatt av Høyesterett.⁹⁰ Verken for tillitsmannen eller utsteder vil bindingsspørsmålet da neppe være særlig problematisk. Avtalens ordlyd og partenes forutsetninger innebærer at disse blir bundet ved signering.

Binding til obligasjonsavtalen kan likevel tenkes på et tidligere tidspunkt som følge av andre momenter. Eksempelvis må kanskje tillitsmannen som følge av en oppdragsbekreftelse overfor utsteder anses å være bundet av obligasjonsavtalen før denne signeres. Tilsvarende kan man tenke seg at utsteder på grunnlag av tegningsdokumentene overfor investorene anses for å være bundet til obligasjonsavtalen før denne signeres. Det mest korrekte vil da kanskje være å si at utstederen og tillitsmannen *senest* blir bundet til obligasjonsavtalen ved signering, dersom dette skjer etter investorenes tegning.

⁸⁷ Der NTMs mal ikke er benyttet eller vedtatt kan det oppstå spørsmål om enkelte av vilkårene kan anses som *standardvilkår*, og av den grunn «kan være rettskilde på et mer alment grunnlag» jf. Hagstrøm (2003) s. 60.

⁸⁸ Det kan nevnes at spørsmålet om avtalebinding i utgangspunktet ikke stiller seg annerledes ved standardvilkår enn ved andre avtaler, jf. Haaskjold (2002) s. 171 og Nisja (2003) s. 309. Se generelt om avtaleinngåelse: Woxholth (2009) s. 67-197.

⁸⁹ Om tillitsmannen som fullmektig, se avsnitt 5.2.

⁹⁰ Se Høyesteretts kjennelse av 7. april 2010 (avsnitt 26).

Bindingsspørsmålet kan så vurderes i relasjon til obligasjonseierne. I avtalen heter det både at den er inngått av tillitsmannen «på vegne av obligasjonseierne», jf. avtalens innledende avsnitt, og at obligasjonseierne «Gjennom tegning, kjøp eller annen overføring av Obligasjoner ... *anses å ha tiltrådt avtalen* ... », jf. avtalens pkt. 7.1.1 (min uth.). Ved at obligasjonseierne «anses å ha tiltrådt avtalen» i alle disse tilfellene, etableres en avtalemekanisme som søker å sikre at de til enhver tid aktuelle obligasjonseierne er medlemmer av obligasjonseierfellesskapet. Avtalen forutsetter således klart at obligasjonseierne skal være bundet. Imidlertid fremstår det som uklart om binding skjer ved tillitsmannens eller den enkelte obligasjonseiers disposisjon. Her kan man skille mellom investorene som tegner seg i obligasjonslånet før utstedelsen av obligasjonene, og investorene som senere erverver obligasjoner på annenhåndsmarkedet.

For førstnevnte gruppe er spørsmålet om disse blir bundet av obligasjonsavtalen enten ved tegning eller ved tillitsmannens inngåelse av obligasjonsavtalen på deres vegne. Obligasjonsavtalens system kan synes å tale mot at investorene blir bundet til obligasjonsavtalen ved tegningen. Man kan hevde at det ville ha vært unødvendig at tillitsmannen inngår avtalen på obligasjonseierne vegne, dersom disse allerede ble bundet ved tegningen. På den annen side vil det i praksis være slik at tillitsmannen og utsteder inngår låneavtalen før tegningsperioden starter, hvilket klart taler for at investorene vil bli bundet ved tegningen. Disse kan naturligvis ikke bli bundet av obligasjonsavtalen før de i det hele tatt har forpliktet seg til å investere i obligasjoner. Normalt opplyses det også i tegningsinnbydelsen om at avtalen vil bli inngått mellom utsteder og tillitsmannen før emisjon, og at den enkelte investor ved tegning aksepterer avtalens vilkår og blir bundet til denne. Videre het det i mønsteravtalen av 9.12.1992, tilsvarende som i dagens avtale, at «obligasjonseierne ved tegning har tiltrådt Låneavtalen». Siden den nåværende avtalen er basert på mønsteravtalen, kan forståelsen av denne bestemmelsen bidra til forståelsen av reguleringen i pkt. 7.1.1. I forordet til mønsteravtalen uttales det om reguleringen at «Dette vil sikre at det ikke oppstår tvil om de enkelte tegnerne er bundet også av de vilkår som fremgår av lånekontrakten, men som ikke er inntatt i tegningsinnbydelsen». Bestemmelsens forhistorie taler dermed også for at obligasjonseierne blir bundet ved tegning. Tatt i betraktning disse momentene, bør det legges til grunn at den avtalestiftende disposisjonen er investorenes tegning i lånet. Den praktiske betydningen av løsningen på spørsmålet er nok liten. Resultatet er uansett at tegnerne vil være bundet av obligasjonsavtalen.

Spørsmålet er så hvordan investorer som erverver obligasjoner på annenhåndsmarkedet blir bundet til avtalen. I obligasjonsavtalens pkt. 7.1.1 heter det at «Gjennom ... *kjøp eller annen overføring av Obligasjoner*, vil Obligasjonseierne anses å ha tiltrådt avtalen» (min uth.). Avtalen forutsetter således at selve overføringen av obligasjoner innebærer at mottakeren blir bundet. Det kan spørres om avtalen sier noe mer enn hva som følger av

bakgrunnsretten. Det alminnelige utgangspunktet for rettighetsoverføring i norsk rett er at ingen kan overføre bedre rett enn han selv har med mindre noe annet følger av særlige rettsregler.⁹¹ Med Arnholm kan man for vårt tilfelle mer presist si at «Det som skjer når A overdrar ... en fordring til B, er at A ved sin disposisjon skaper en rett for B ... Videre får B's rett normalt samme omfang som den A hadde ...»⁹² Som Arnholm videre påpeker vil disposisjonen vanligvis ha grunnlag i «en rett A tidligere hadde og nå oppgir».⁹³ Den overdragende obligasjonseiers rådighet over obligasjonen(e) vil være underlagt bestemmelsene i obligasjonsavtalen og eventuelle senere endringer av denne som er gyldig gjennomført.⁹⁴ Det er denne rådigheten han normalt kan overføre. I utgangspunktet vil erververen av obligasjonen(e), i samsvar med bestemmelsen i pkt. 7.1.1, derfor være bundet av obligasjonsavtalen og få en rett med det samme innhold som overdragerens rett. Man kan således på den ene siden hevde at bestemmelsen ikke gir et annet resultat enn det som normalt vil følge av bakgrunnsretten, slik at bestemmelsen derfor kan synes unødvendig. På den andre siden kan en bestemmelse av klargjørende karakter, slik som denne, være av verdi ved at man dermed gjør det helt klart hva som skal anses avtalt og dermed kanskje reduserer risikoen for tvister.

Andre enn de opprinnelige investorene i obligasjonslånet kan ikke påvirke obligasjonsavtalens vilkår. Av den grunn kan obligasjonsavtalens vilkår i forhold til investorer som erverver obligasjoner på annenhåndsmarkedet betraktes som *adhesjonsvilkår*, som er en betegnelse på avtalevilkår som det ikke vil være mulig å få tilsidesatt eller supplert gjennom individuelle avtalebestemmelser.⁹⁵ Tilsvarende betraktning finner man om en obligasjonseiers tilslutning til de underliggende *indentures*⁹⁶ i internasjonale obligasjonslån. Rich uttaler at «The indentures, which are drafted by the issuers and underwriters, are *contracts of adhesion* to which the bondholders become party by purchasing the security» (min uth.).⁹⁷

3.3.1 Kan en erverver av obligasjoner være uforpliktet av obligasjonsavtalens no action-klausul eller obligasjonseiermøtets beslutninger?

Det kan tenkes at en erverver hevder å ha en annen rettsposisjon overfor utstederen enn det overdrageren hadde. Jeg begrenser meg her til å behandle to tilfeller. For det første kan det tenkes at erververen påstår at han ikke er bundet av no action-klausulen i obligasjonsavtalen.⁹⁸ Motivasjonen vil i så fall være at erververen ønsker å kunne gå til

⁹¹ Jf. Falkanger (2007) s. 479.

⁹² Arnholm (1950) s. 138.

⁹³ L.c.

⁹⁴ Se kapittel 6 om obligasjonseiermøtet, herunder dets kompetanse til å endre avtalen.

⁹⁵ Jf. Haaskjold (2002) s. 167.

⁹⁶ Jf. avsnitt 3.5.

⁹⁷ Jf. Rich (1980) s. 273.

⁹⁸ Se nærmere om no action-klausulen i kapittel 8.

rettslige skritt mot utsteder på egenhånd, hvilket no action-klausulen tar sikte på å hindre. For det andre kan det tenkes at en erverver hevder ikke å være bundet av beslutninger truffet av obligasjonseiermøtet før tidspunktet for hans erverv. En slik påstand vil nok være mest aktuell der beslutningen går ut på en utsettelse eller reduksjon av utstедers utbetalinger. Erververen kan da ønske å kunne kreve betaling i tråd med obligasjonens opprinnelige vilkår. Drøftelsen avgrenses derfor til beslutninger med et slikt innhold.

Et positivt resultat for erververen vil i begge tilfeller føre til at han får en annen rettsposisjon overfor utsteder enn de øvrige obligasjonseierne, og kan derfor sies å ha som følge at strukturen i lånet endres. Et slikt resultat vil også innebære at erververen får en mer vidtgående rett enn overdrageren overfor utsteder, og må derfor i så fall følge av særlig rettsregler, jf. ovenfor.

Spørsmålet er dermed om en erverver kan få en annen stilling overfor utsteder enn overdrageren, eller – sagt med andre ord – hvorvidt utstederens innsigelser om at erververen er bundet av no action-klausulen eller obligasjonseiermøtets beslutning kan ek스팅veres. Hvis utstederens innsigelse kan ek스팅veres, vil erververen med det få et krav mot utsteder som ikke eksisterer – såkalt kreativ legitimasjon.⁹⁹ Obligasjonen er et registrert finansielt instrument¹⁰⁰ og ekstinksjonsspørsmålet må derfor løses etter reglene i verdipapirregisterloven. For finansielle instrumenter er det registrering som gir legitimasjon.¹⁰¹ Rettsvirkningene av registrering følger av verdipapirregisterloven kapittel 7. Hvilke innsigelser utsteder kan gjøre gjeldende overfor erververen reguleres av verdipapirregisterloven § 7-3.¹⁰² Bestemmelsen lyder som følger:

«[1] Når en rettighet som er ervervet ved avtale er registrert etter § 7-1, kan ikke utstederen av andre finansielle instrumenter enn aksjer og grunnfondsbevis gjøre gjeldende mot erververen innsigelser som nevnt i gjeldsbrevloven § 15. Innsigelsen kan likevel gjøres gjeldende dersom erververen var eller burde ha vært kjent med utstederens innsigelse da rettigheten ble registrert. Gjeldsbrevloven § 18 gjelder tilsvarende. [2] Utstederen kan i alle tilfelle gjøre gjeldende innsigelser som nevnt i gjeldsbrevloven §§ 16 og 17» (mine tilføyelser).

Inngangsvilkåret for ekstinksjon er for det første at det må dreie seg om «en rettighet ervervet ved avtale». Det avgjørende her er altså at det skjer en frivillig avhendelse fra legitimasjonshaveren.¹⁰³ For det andre må ervervet være «registrert etter § 7-1», hvilket innebærer at det først er ved omregistrering at legitimasjonsvirkningen inntreffer,¹⁰⁴ eller

⁹⁹ Jf. Hagstrøm (2003) s. 880 jf. Krüger (1984) s. 152 med videre henvisninger.

¹⁰⁰ Fellesbetegnelsen på instrumenter innført i verdipapirregisteret, jf. verdipapirregisterloven §§ 2-1 og 2-2. Obligasjonen vil som den klare hovedregel være innført i verdipapirregisteret, jf. avsnitt 2.1.

¹⁰¹ Jf. verdipapirregisterloven §§ 7-1, 7-2, 7-3 og 7-4, jf. Hagstrøm (2003) s. 884.

¹⁰² Jf. Falkanger (2007) s. 598.

¹⁰³ Jf. Hagstrøm (2003) s. 885.

¹⁰⁴ Jf. Hagstrøm (2003) s. 887.

motsatt: at registrering er et vilkår for ekstinksjon. Det forutsettes i det videre at disse vilkårene er oppfylt.

Spørsmålet er deretter om utsteders innsigelser er av en slik art at de kan ekstingveres, og om ekstinksjon i så fall skal skje. Paragraf 7-3 foretar en kopling til gjeldsbrevloven §§ 15-18. Det er kun innsigelser som nevnt i § 15 og 18 som kan ekstingveres. Paragraf 16 gjelder innsigelser vedrørende betaling av renter og avdrag forfalt før overdragelsen og kommer derfor ikke til anvendelse her. Det samme må sies å gjelde § 17, som kommer til anvendelse ved sterk ugyldighet og bortfall og endring av gjeldsbrevet etter særlig lovregler. Heller ikke § 18, som gjelder adgangen til å gjøre gjeldende motregningskrav mot avhender overfor erverver, er aktuell her. Spørsmålet blir derfor om innsigelsene omfattes av gjeldsbrevloven § 15.

Obligasjoner faller innenfor gruppen «andre finansielle instrumenter enn aksjer og grunnfondsbevis». Etter § verdipapirregisterloven 7-3 er det da ytterligere et vilkår for ekstinksjon av innsigelser som omfattes av gjeldsbrevloven § 15, at erververen ikke «var eller burde ha vært kjent med utsteders innsigelse da rettigheten ble registrert». Det oppstilles dermed et krav om at erververen må være i aktsom god tro, og at den gode tro forelå på registreringstidspunktet. Kravet til den aktsomme gode tro er objektivt, men med mulighet for å skjerpe kravet overfor den særlig kyndige.¹⁰⁵ Erververen må i utgangspunktet kunne forholde seg til det som er registrert, og disponere på grunnlag av dette.¹⁰⁶ Med andre ord kan man si at den *legitimasjonen* erververen kan påberope seg må være basert på registerets innhold.¹⁰⁷ I teorien er det antatt at det ikke kan være påkrevd at erververen må foreta spesielle undersøkelser.¹⁰⁸ Derfor er det viktig hvilke opplysninger som fremgår av registeret, og om erververen vil ha tilgang til disse. Innsynsretten i verdipapirregisteret er begrenset, jf. verdipapirregisterloven §§ 8-1 og 8-2. Men enhver, herunder erververen, vil ha rett til å se hva som er «registrert om et finansielt instrument», jf. § 8-2 nr. 4, hvilket er ensbetydende med hva som er av fast informasjon på utstederkontoen.¹⁰⁹ Denne informasjonen vil dermed erververen ha tilgang til.

Dette er det rettslige utgangspunktet. Teknisk sett vil en investor ikke selv kunne foreta undersøkelser i registeret.¹¹⁰ I utgangspunktet må investoren henvende seg til en kontofører for å få tilgang til informasjonen som finnes der.¹¹¹

¹⁰⁵ Jf. Falkanger (2007) s. 595.

¹⁰⁶ Jf. Hagstrøm (2003) s. 888 med videre henvisninger.

¹⁰⁷ Jf. Bergsåker (2005) s. 125.

¹⁰⁸ Jf. Hagstrøm (2003) s. 888 med videre henvisninger.

¹⁰⁹ Jf. Bergo (2004) s. 331

¹¹⁰ Jf. forretningsvilkårene til VPS pkt. 8.1 (tilgjengelig på www.vps.no).

¹¹¹ Jf. Bergo (2004) s. 332.

Av verdipapirregisterloven § 6-8 fremgår det at «registeret skal inneholde opplysninger om de finansielle instrumentene». Nærmere bestemmelser om hvilke opplysninger utsteder er pliktig til å registrere på sin konto, er gitt ved forskrift 21. mai 2003 nr. 620 om hvilke opplysninger som skal fremgå av verdipapirregister (heretter «opplysningsforskriften»).

I den videre drøftelsen skilles det mellom innsigelsene om at erververen er bundet av henholdsvis obligasjonseiermøtets beslutning og obligasjonsavtalens no action-klausul. I forhold til hver av innsigelsene må det første spørres om den omfattes av gjeldsbrevloven § 15. Forutsatt at innsigelsen omfattes, vil deretter spørsmålet være om god tro-kravet kan være oppfylt.

Innsigelsen om at erververen er bundet av obligasjonseiermøtets beslutning. Først må det tas stilling til om innsigelsen omfattes av gjeldsbrevloven § 15 jf. verdipapirregisterloven § 7-3. Det aktuelle alternativet synes å være kategorien i § 15 fjerde ledd, som omfatter innsigelser om at «kravet er ... bortfalle eller brigda med avtale». Beslutninger som går ut på utsettelse eller reduksjon av utsteders utbetalinger medfører at det krav obligasjonen representerer endres gjennom en etterfølgende avtale mellom obligasjonseierne og utsteder. Innsigelsen om bundethet til slike beslutninger faller således innenfor en naturlig språklig forståelse av ordlyden i bestemmelsen, og må derfor henføres til § 15.

Spørsmålet blir deretter om erververen var eller burde ha vært kjent med at kravet var endret eller bortfalt. Hvis det kan slås fast at han var kjent med endringen før ervervet, vil god tro-kravet ikke være oppfylt. Det nærmere spørsmål er dermed om man generelt vil kunne si at erververen *burde* ha vært kjent med innsigelsen. Siden erververen i utgangspunktet kan holde seg til hva som fremgår av registeret, jf. over, så blir spørsmålet i første rekke om han ville ha fått den nødvendige kunnskapen ved en undersøkelse av registeret. Av § 4 i opplysningsforskriften, som angir hvilke særlige opplysninger som skal registreres på utsteders konto, følger at rente- og avdragsvilkår og utbetalingsdato skal registreres for obligasjonslån. Så lenge utsteder endrer disse opplysningene slik at de er i overensstemmelse med hva som skal gjelde i lånet før erverver får registrert sine obligasjoner, så må det være klart at erververen da ikke kan være i god tro. Men hvis utsteder ikke har foretatt en slik endring i de registrerte opplysningene, og erververen heller ikke har positiv kunnskap om beslutningene, så må det nok legges til grunn at erververen dermed er i god tro og kan ekstingvere utsteders innsigelse. For å unngå ekstinksjon på dette punkt, er det således viktig at utsteder sørger for at registerets innhold til enhver tid er oppdatert.

Innsigelsen om at erververen er bundet av no action-klausulen. Spørsmålet er først om denne innsigelsen omfattes av gjeldsbrevloven § 15 jf. verdipapirregisterloven § 7-3. Det aktuelle alternativet synes å være kategorien i § 15 tredje ledd, som omfatter innsigelser

om at utsteder «ikkje har fått det vederlaget som var avtala, eller har *andre motsegner frå det rettshøvet som var grunnlag for gjeldsbrevet*» (min uth.). Bestemmelsen synes i praksis og teori å være forstått slik at den tar sikte på innsigelser som går ut på at kravet som sådan likevel ikke er etablert mellom debitor og den opprinnelige kreditor, eks. at det lån gjeldsbrevet dekker ikke er utbetalt eller at obligasjonen er gjort.¹¹² I vårt tilfelle vil kravet være etablert mellom utsteder og den opprinnelige investoren. No action-klausulen vil bare påvirke hvordan kreditorbeføyelsene utøves. Det kan derfor synes uklart om bestemmelsen er direkte anvendelig. På den andre siden kan det hevdes at ordlyden taler for at innsigelsen vil være omfattet. No action-klausulen finnes i obligasjonsavtalen, og denne vil være en del av rettsgrunnlaget for kravet mellom utsteder som debitor og den opprinnelige investoren som kreditor. Sålès kan det sies at innsigelsen omfattes av en naturlig språklig forståelse av «motsegn frå *det rettshøvet som var grunnlag*» for obligasjonen. Etter mitt syn bør derfor bestemmelsen komme direkte til anvendelse.

Om så ikke er tilfelle, så er det i tilknytning til gjeldsbrevloven en alminnelig oppfatning at en innsigelse som ikke direkte faller inn under en av de opplistede kategoriene, må henføres til en av bestemmelsene på «innholdsmessig saklig grunnlag pr. analogi».¹¹³ Om dette skal gjelde også der utgangspunktet er verdipapirregisterloven § 7-3 er ikke sikkert. I forarbeidene sies det bare at «Bestemmelsen bygger på tilsvarende bestemmelser i gjeldsbrevloven».¹¹⁴ I mangel av andre holdepunkter, kan det vel derfor argumenteres for at det samme må gjelde også der utgangspunktet er verdipapirregisterloven § 7-3. I alle fall på dette grunnlag må innsigelsen nok kunne henføres til § 15 (3).

Spørsmålet er så om en erverver kan være i aktsom god tro mht. til innsigelsen. Praktisk sett må det nok legges til grunn at en erverver neppe vil bli hørt med at han ikke *var kjent med* utsteders innsigelse om bundethet til no action-klausulen.¹¹⁵ Det er uvanlig at utøvelsen av kreditorbeføyelsene i et obligasjonslån ikke er underlag en no action-klausul. Likevel må det spørres om det kan være mulig for erververen, der han ikke anses for å ha positiv kunnskap, å nå frem med at han heller ikke *burde* være kjent med innsigelsen. På samme måte som over, må det tas utgangspunkt i hva som fremgår av registeret. Erververen vil ved en undersøkelse av registeret ikke få direkte informasjon om at obligasjonen er underlagt en no action-klausul, hvilket taler for at han kan være i aktsom god tro. På den andre siden vil det fremgå av registeret fremgår hvorvidt lånet har en tillitsmann eller ikke, jf. opplysningsforskriften § 4 nr. 1. Tillitsmannens rolle som representant for obligasjonseierne er betinget av no action-klausulen. Således kan det sies

¹¹² Jf. Selvig (2010) note 57 Sml. Hagstrøm (2003) s. 890.

¹¹³ Krüger (1984) s. 154.

¹¹⁴ Ot.prp. nr. 39 (2001-2002) s. 162.

¹¹⁵ Et annet aspekt er at en erverver nok kan bli pålagt vesentlig de samme restriksjoner selv der han ikke er bundet av en slik klausul, jf. avsnitt 8.2.

at det indirekte fremgår av registeret at det eksisterer en no action-klausul i lånet. Om dette er en tilstrekkelig klar opplysning til at erververen dermed ikke skal kunne være i aktsom god tro, kan være tvilsomt. Etter min mening bør dette være tilfellet, siden tillitsmannens funksjon må antas å være kjent blant investorene i markedet. I en tingrettsdom uttales det i denne retning at «Det er helt regulært at kreditorbeføyelsene i obligasjonslån ivaretas av en tillitsmann, og dette må forutsettes kjent av de som investerer i slike lån».¹¹⁶

Et tilleggsargument for en slik løsning kan være at låneavtalen vil være koplet inn i VPS sine systemer. Investoren kan, ved å henvende seg til sin megler, få informasjon om låneavtalen. Vekten av dette argumentet er usikker, siden dette er informasjon som ikke direkte fremgår av registeret. Et ytterligere argument kan være at låneavtalen vil være offentlig tilgjengelig hos NTM og er lett identifiserbar ved sitt ISIN-nummer.¹¹⁷ Vekten av dette argumentet er enda mer usikker, siden man da er helt utenfor verdipapirregisteret. Uansett er min oppfatning at det her neppe er mulig å ek스팅vere utsteders innsigelse om no action-klausul, jf. avsnittet ovenfor.

3.4 Konklusjon

Etter dette kan det legges til grunn at strukturen som etableres på grunnlag av obligasjonsavtalen etableres ved de opprinnelige parterers tilslutning til avtalen, og i alle praktiske tilfeller videreføres ved at etterfølgende obligasjonseiere også er bundet av samme avtale.

3.5 Kreditorsidens struktur på det engelske og amerikanske markedet

En engelskspråklig betegnelse på obligasjoner er *bonds* (andre betegnelser er *debentures*¹¹⁸ og *notes*¹¹⁹). I England og USA brukes obligasjoner, slik som i Norge, som et middel for å skaffe tilveie finansiering direkte fra investorer.¹²⁰ Tidligere ble obligasjonene også på disse markedene utstedt som skriftlige dokumenter (*bearer bonds*).¹²¹ Nå vil investoren som oftest aldri motta et fysisk dokument.¹²² På det engelske

¹¹⁶ Oslo tingretts dom av 14. august 2008.

¹¹⁷ Forkortelse for «International Securities Identification Number».

¹¹⁸ Jf. Feldthusen (2002) s. 324.

¹¹⁹ Jf. Rawlings (2009) s. 15.

¹²⁰ Jf. Rawlings (2007) s. 44.

¹²¹ Jf. Rawlings (2007) s. 45.

¹²² L.c.

og det amerikanske markedet vil det, som i Norge, som oftest være et mellomledd mellom obligasjonseierne og utsteder. Dette mellomleddet kan enten være en *fiscal agent* eller en *trustee*. Utsteder og tilrettelegger vil under forberedelsen av låneemisjonen, forutsatt at annet ikke følger av preseptoriske regler, kunne velge hvilken av disse som skal benyttes.¹²³

Benyttes en *fiscal agent*, vil denne være utsteders representant og i den forbindelse være pålagt enkelte oppgaver i forbindelse med administrasjonen av lånet.¹²⁴ En *fiscal agent* representerer altså ikke obligasjonseierne sine interesser, og vil heller ikke være forpliktet til å overvåke utsteders overholdelse av lånevilkårene.¹²⁵ Der det inntreffer mislighold i lån hvor det kun er en *fiscal agent*, vil den enkelte obligasjonseier være henvist til selv å håndheve sine rettigheter overfor utsteder.¹²⁶ Strukturen i slike lån skiller seg derfor markant fra strukturen i lån på det norske markedet.

Benyttes i stedet en *trustee*, vil denne i likhet med tillitsmannen¹²⁷ være obligasjonseierne sine representant og ha som oppgave å ivareta deres interesser i lånet.¹²⁸ Et særtrekk ved rettsfiguren *trustee* er imidlertid at denne inngår i det angelsaksiske rettsinstituttet *trust*.¹²⁹ *Trust*-instituttet har røtter tilbake til middelalderen, og innebærer i korthet at en fysisk eller juridisk person (*trustee*) besitter eiendom (*trust property*) på en annens vegne (*beneficiary*).¹³⁰ Ved det skjer det en oppdeling av eiendomsretten, slik at *trustee* er *legal owner* av eiendommen som er i *trust*, mens *beneficiary* er *equitable owner*.¹³¹ At *trustee* er *legal owner*, innebærer i korthet at han er legitimert og berettiget til å foreta enhver disposisjon mht eiendommen som er i *trust*.¹³² Som *equitable owner*, har *beneficiary* rett til eiendommens goder etter de vilkår som gjelder for *the trust*. I et obligasjonslån vil *trustee*, med mindre det er stillet sikkerhet i lånet, ikke besitte noen eiendom på obligasjonseierne sine vegne. Således vil det ikke foreligge ikke en *trust* i tradisjonell forstand. Det *trustee* kan sies å besitte er «a collective delegation of authority from the bondholders».¹³³ Da kan det synes nærliggende å betegne *trustee* som en

¹²³ Jf. Rawlings (2007) s. 46.

¹²⁴ Jf. Prime (1990) s. 296-297.

¹²⁵ Jf. Rawlings (2007) s. 46.

¹²⁶ Jf. Prime (1990) s. 300

¹²⁷ Jf. avsnitt 5.1.

¹²⁸ Jf. Federspiel (1999) s. 362-363.

¹²⁹ Se Feldthusen (2002) om *trust* i angloamerikansk rett generelt og i et komparativt perspektiv. Om *trust for bondholders* spesielt, se Federspiel (1999), Feldthusen (2002) s. 324-337 og Goode (2004) s. 151-152.

¹³⁰ Jf. Prime (1990) s. 297.

¹³¹ Jf. Feldthusen (2002) s. 99.

¹³² Jf. Federspiel (1999) s. 362.

¹³³ Goode (2004) s. 152 jf. Rawlings (2007) s. 48.

fullmektig for obligasjonseierne. Imidlertid har det i forbindelse med *trust*-instituttet vokst frem særlig prinsipper for *trustee*. Selv om det ikke foreligger en *trust* i tradisjonell forstand i obligasjonslån, vil disse prinsippene likevel være av betydning for *trustees* rettslige stilling.¹³⁴ Av denne grunn er det neppe korrekt å beskrive *trustee* som en fullmektig. Jeg går ikke nærmere inn på hva disse prinsippene innebærer her. For vårt formål er det tilstrekkelig å holde fast ved at *trustee* er obligasjonseierens representant.

Trustee utnevnes av utsteder.¹³⁵ Utnevnelsen skjer ved at utsteder og den aktuelle *trustee* inngår en spesiell type kontrakt, kalt *trust deed* eller *trust indenture* i henholdsvis engelsk og amerikansk terminologi. Herigjennom får *trustee* kompetanse til bl.a. å handle på obligasjonseierens vegne der utsteder misligholder sine låneforpliktelser.¹³⁶ Dette er *trustees* primære oppgave.¹³⁷ Den enkelte obligasjonseier vil gjennom en no action-klausul være avskåret fra selv å forfølge sine rettigheter overfor utsteder.¹³⁸ *Trustee* vil også normalt ha kompetanse til å samtykke til mindre endringer av lånevilkårene uten obligasjonseierens medvirkning.¹³⁹ Hvis det er sikkerhet i lånet, vil også *trustee* besitte denne på vegne av obligasjonseierne.¹⁴⁰ Imidlertid vil ikke *trustee* være pliktig til å overvåke utsteders generelle finansielle soliditet, og vil stå fritt til å anta at intet mislighold har inntruffet med mindre denne har faktisk kunnskap om slikt mislighold.¹⁴¹ En engelsk dom oppsummerer *trustee*-funksjonen slik: «the use of a trustee is an effective way of centralising the administration and enforcement of bonds. Bondholders act through the trustee, and share *pari passu* in the fortunes of the investment, and do not compete with each other».¹⁴² I hovedtrekk vil dermed en *trustee* ha den samme funksjon som en tillitsmann i lån på det norske markedet.¹⁴³ Det vil likevel være visse forskjeller mellom en *trustee* og en tillitsmann, og mellom *trustee*-rollene i engelsk og amerikansk rett. Dette er ikke av betydning i vår sammenheng, og drøftes derfor ikke nærmere.

Utsteder kan være pålagt å utnevne en *trustee*. I USA plikter utsteder av obligasjonslån som faller innenfor anvendelsesområdet for den føderale loven *Trust Indenture Act of 1939* («TIA») å gjøre dette.¹⁴⁴ I hovedsak kommer loven til anvendelse på obligasjonslån

¹³⁴ Jf. Rawlings (2009) s. 15-17, hvorav det også fremgår at det på dette punkt er visse forskjeller mellom amerikansk og engelsk rett.

¹³⁵ Jf. Goode (2004) s. 152 jf. Federspiel (1999) s. 363.

¹³⁶ Jf. Goode (2004) s. 152 jf. Rawlings (2007) s. 48.

¹³⁷ Jf. Federspiel (1999) s. 363.

¹³⁸ Jf. avsnitt 8.1.

¹³⁹ Jf. Rawlings (2009) s. 17.

¹⁴⁰ Jf. Rawlings (2007) s. 47.

¹⁴¹ Jf. Rawlings (2007) s. 54.

¹⁴² *Elektrim SA v Vivendi Holdings* [2008] EWCA Civ 1178 [2009] 1 Lloyd's Rep. 59 (på s. 61).

¹⁴³ Sml. Innstilling om Kredittforetak av 27. januar 1971 s. 95-96.

¹⁴⁴ Jf. Prime (1990) s. 298 jf. Wood (2007a) s. 288

der obligasjonene utstedes til allmennheten av andre låntakere enn nasjonale stater.¹⁴⁵ I England er det ikke lovpålagt å ha en *trustee*.¹⁴⁶ Hvis obligasjonene skal noteres på børs, kan det imidlertid følge av vilkårene for børsnotering at det er påkrevd å ha en *trustee* i lånet.¹⁴⁷ Uavhengig av lovregulering er det etter engelsk og amerikansk praksis uansett vanlig at det utnevnes en *trustee* for obligasjonslån utstedt av kommersielle selskaper. I obligasjonslån tatt opp av stater er det mindre vanlig å ha en *trustee*.¹⁴⁸ Der det utnevnes en *trustee*, vil dette vanligvis være et profesjonelt *trust*-selskap.¹⁴⁹ Et eksempel på et slikt selskap er det engelske Law Debenture Corporation Ltd.¹⁵⁰

Hva gjelder obligasjonseiermøter (*bondholder meetings*), vil det i common law-jurisdiksjoner som England og USA, slik som i Norge, normalt ikke være lovpålagt at det skal være adgang til å avholde slike.¹⁵¹ Av lånebestemmelsene vil det imidlertid alltid følge at obligasjonseiermøter kan avholdes.¹⁵² Vanligvis vil obligasjonseiermøtet ved sine beslutninger kunne pålegge *trustee* å foreta eller å unnlate en disposisjon.¹⁵³

Etter dette kan det sies at der det benyttes en *trustee* i et obligasjonslån på det amerikanske eller engelske markedet, så vil hovedtrekkene i kreditorsidens struktur tilsvare den på det norske markedet: Obligasjonseierne representeres utad ved en felles representant og tar sine beslutninger på obligasjonseiermøtet.

¹⁴⁵ Jf. Rawlings (2007) s. 63.

¹⁴⁶ Jf. Wood (2007a) s. 288.

¹⁴⁷ Jf. Prime (1990) s. 298.

¹⁴⁸ Jf. Wood (2007a) s. 288.

¹⁴⁹ Jf. Prime (1990) s. 298.

¹⁵⁰ Jf. Prime (1990) s. 319.

¹⁵¹ Jf. Wood (2007a) s. 298.

¹⁵² Jf. Wood (2007a) s. 298.

¹⁵³ Jf. Federspiel (1999) s. 363.

4 Obligasjonseierne

4.1 Innledning

Obligasjonseierne er de grunnleggende aktørene på lånets kreditorside. En «obligasjonseier» er under obligasjonsavtalens pkt. 2 definert som «De(n) som er registrert i Verdipapirregisteret som eier av Obligasjon(ene).» Ettersom obligasjoner i de aller fleste tilfeller vil være registrert i VPS,¹⁵⁴ så er definisjonen etter mitt syn generelt anvendelig.

Her skal obligasjonseierens rettsstilling drøftes. Med *rettsstilling* siktes det til hvilke rettigheter og plikter en obligasjonseier har i kraft av å være innehaver av en eller flere obligasjoner. Om pliktene er det tilstrekkelig å si at den enkelte obligasjonseier vil være bundet av obligasjonsavtalen¹⁵⁵ og dermed forpliktet til å følge dennes bestemmelser.

Når det gjelder rettighetene kan man ta utgangspunkt i at obligasjonseierne for det første er kreditorer. Posisjonen som kreditor gir i sin alminnelighet en rekke rettigheter. Den mest sentrale av disse er retten til å motta det kravet lyder på til den avtalte tid. Hvis ytelsen som presteres ikke er i samsvar med kravet, eller ytelsen presteres for sent, vil kreditor etter alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper kunne gjøre gjeldende misligholdssanksjoner mot debitor. Kreditor vil også som regel, så fremt de prosessuelle søksmålsbetingelsene er oppfylt, stå fritt til å bringe sitt krav frem for domstolene, samt endre kravet der debitor samtykker eller frafalle kravet delvis eller i sin helhet. Endelig vil en kreditor normalt stå fritt til å overdra sitt krav til andre.¹⁵⁶ Alle disse rettighetene tilkommer i utgangspunktet obligasjonseierne som kreditorer.

Imidlertid er obligasjonseierne gjennom obligasjonsavtalen avskåret fra å utøve de fleste av disse kreditorrettighetene uten i samvirke med de øvrige obligasjonseierne.¹⁵⁷ Dette kan man si er en følge av obligasjonseierne, samtidig som de er kreditorer med enkeltstående krav mot utsteder, også er medlemmer av et kreditorsamarbeid – det såkalte obligasjonseierfellesskapet. Resultatet er at obligasjonseierne har en mer begrenset rådighet over sine krav enn hva som ville ha vært tilfelle dersom de kun var kreditorer, og ikke samtidig var medlemmer av dette kreditorsamarbeidet. Begrensningene i den enkelte

¹⁵⁴ Jf. avsnitt 2.1.

¹⁵⁵ Jf. avsnitt 3.3.

¹⁵⁶ Jf. Hagstrøm (2003) s. 857

¹⁵⁷ Jf. kapittel 8.

obligasjonseiers innflytelse over sine obligasjoner må ses i sammenheng med at obligasjonslånet i sin helhet består av et større antall obligasjoner.¹⁵⁸ Til gjengjeld for denne rådighetsbegrensningen gir obligasjonsavtalen den enkelte rettigheter innenfor obligasjonseierfellesskapet.

I det følgende skal det gjøres nærmere rede for obligasjonseierens rettigheter. Man kan skille mellom rettigheter av økonomisk og organisatorisk karakter, og retten til å disponere over obligasjonen(e).¹⁵⁹

En alternativ inndeling er å skille mellom obligasjonseierens individuelle og kollektive rettigheter.¹⁶⁰ Individuelle rettigheter vil da være slike som tilkommer den enkelte obligasjonseier, eks. retten til omsetning, retten til å stemme på obligasjonseiermøtet og utøvelse av put-opsjoner, mens kollektive rettigheter vil være rettigheter som må utøves i samvirke mellom obligasjonseierne. I et rettsdogmatisk perspektiv, som her, kan det imidlertid være verdifullt å benytte begreper som er kjent fra tilgrensede rettsområder. Derfor har jeg valgt ikke å bruke denne terminologien.

I lånet vil det være én sentral økonomisk rettighet, nemlig obligasjonseierens krav på å motta renter og avdrag ettersom de forfaller til betaling (der utsteder får økonomiske problemer kan man selvsagt risikere at renter og avdrag ikke betales som forutsatt, eller at disse ikke betales i det hele tatt). Denne rettigheten har sitt grunnlag i pengekravet tilknyttet obligasjonen.¹⁶¹ Også andre rettigheter kan nok betegnes som økonomiske, eksempelvis at utgifter i forbindelse med tvangsinn drivelse forutsettes å deles likt mellom obligasjonseierne, men disse er i en normalsituasjon av mindre betydning.

Det som da fordrer en nærmere drøftelse er obligasjonseierens organisatoriske rettigheter og deres rett til å disponere over obligasjonene. Disse rettighetene har hovedsaklig sitt grunnlag i obligasjonsavtalen. For å forstå bestemmelsene som der gjelder for obligasjonseierne er det nødvendig først å drøfte hva det såkalte obligasjonseierfellesskapet er, og deretter hva det innebærer for obligasjonseierne at de inngår i dette.

Obligationseierne kan tenkes å ha rettigheter som følge av deres status som kreditorer på annet grunnlag enn obligasjonsavtalen, eksempelvis gjennom konkurslovgivningen.¹⁶² Det avgrenses mot slike rettigheter i det følgende.

¹⁵⁸ Jf. avsnitt 3.1.

¹⁵⁹ Inspirert av Andenæs' inndeling av aksjonærrettigheter i Andenæs (2007) på s. 117.

¹⁶⁰ Se eks. Kahan (2002).

¹⁶¹ Jf. avsnitt 2.1.

¹⁶² Sml. Kahan (2002) s. 1046.

4.2 Obligasjonseierfellesskapet

Obligasjonsavtalen etablerer «et fellesskap mellom Obligasjonseierne», jf. avtalens pkt. 7.1.1 (d). Spørsmålet er hva som nærmere karakteriserer dette fellesskapet. De relevante bestemmelsene følger av avtalens kapittel 7.1.

Av det innledende avsnittet i pkt. 7.1.1, sammenholdt med bestemmelsen i pkt. 7.1.1 (d), følger at obligasjonseierne har «akseptert at ... Avtalen etablerer et fellesskap mellom Obligasjonseierne».¹⁶³ Det kan dermed slås fast at fellesskapet opprettes på grunnlag av obligasjonsavtalen og består av – og mellom – obligasjonseierne. Obligasjonsavtalen sier ingenting om når obligasjonseierfellesskapet oppløses. Siden fellesskapet består av obligasjonseiere, kan det legges til grunn at fellesskapet senest opphører når obligasjonene i det aktuelle lånet slettes. Da vil det ikke lenger være mulig å være obligasjonseier etter definisjonen i obligasjonsavtalen.¹⁶⁴ Videre lister avtalens pkt. 7.1.1 (d) opp hva obligasjonseierfellesskapet «innebærer». Det er naturlig å forstå ordlyden «innebærer» slik at det som listes opp er rettsvirkninger som følger av at det opprettes et obligasjonseierfellesskap. Bestemmelsene i pkt. 7.1.1 (d) lyder slik:

«(d) Avtalen etablerer et fellesskap mellom Obligasjonseierne, som innebærer at:

- (i) Obligasjonene er seg i mellom sideordnede og likestilte,
- (ii) Obligasjonseierne ikke med grunnlag i Avtalen kan opptre direkte overfor Utstederen, herunder ikke selv ta ut søksmål mot Utstederen,
- (iii) Utstederen ikke kan med grunnlag i Avtalen opptre direkte overfor Obligasjonseierne,
- (iv) Obligasjonseierne ikke kan oppheve obligasjonseierfellesskapet, og
- (v) at den enkelte Obligasjonseier ikke kan tre ut av obligasjonseierfellesskapet.»

Hva gjelder rettsvirkningene for obligasjonseierne, kan det for det første pekes på at disse verken alene eller i fellesskap kan beslutte å stå utenfor eller oppheve fellesskapet, jf. pkt. 7.1.1 (d) (iv) og (v). Tilhørighet til obligasjonseierfellesskapet er således tvungen for obligasjonseierne. At ordningen er tvungen er en nødvendig forutsetning for at et kreditorsamarbeid skal kunne etableres. Hvis medlemskap i obligasjonseierfellesskapet var frivillig, ville man nok ha sett at enkelte ønsket å stå utenfor dette. Dermed ville fordelene ved å etablere et kreditorsamarbeid forsvinne. Likevel er det ikke dermed sagt at obligasjonseierfellesskapet aldri kan oppløses eller modifiseres. Fellesskapet er etablert på avtalegrunnlag og bestemmelsene bør nok derfor tolkes slik det kan modifiseres

¹⁶³ Mekanismen for avtalebinding er behandlet i avsnitt 3.3.

¹⁶⁴ Jf. avsnitt 4.1.

dersom avtalepartene, dvs. utsteder og obligasjonseierne, er enige. I praksis vil slike endringer være forbundet med såvidt store ulemper for partene at dette neppe vil skje.

I obligasjonseierfellesskapet er obligasjonene «seg i mellom sideordnede og likestilte», jf. pkt. 7.1.1 (d) (i). Bestemmelsen etablerer etter sin ordlyd et prinsipp om at hver obligasjon gir like stor rett innad i obligasjonseierfellesskapet, hvilket kan karakteriseres som et formelt likhetsprinsipp.¹⁶⁵ Et slikt likhetsprinsipp gjelder eksempelvis også for aksjer i aksjeselskap, og kommer tydeligst frem i aksjeloven § 4-1 første ledd første punktum, hvor det heter at «alle aksjer gir lik rett i selskapet».¹⁶⁶ I obligasjonsavtalen kan likhetsprinsippet sies å komme konkret til uttrykk i bestemmelsene om minoritetsvern i pkt. 5.3.6 og 6.1.6, og i bestemmelsen i pkt. 5.3.1 som gir rett til å avlegge en stemme for hver obligasjon man eier på obligasjonseiermøtet.

Endelig innebærer obligasjonsavtalens pkt. 7.1.1 (d) (ii) at obligasjonseierne avskjæres fra selv å opptre overfor utsteder.¹⁶⁷ En tilsvarende forpliktelse pålegges utsteder, som gjennom bestemmelsen i pkt. 7.1.1 (d) (iii) er avskåret fra å opptre direkte overfor obligasjonseierne.

Avtalereguleringene i pkt. 7.1.1 (d) (i) - (v) gir ikke det fulle bildet av hva som karakteriserer obligasjonseierfellesskapet. For det første, hvis man ser bestemmelsene i pkt. 7.1.1 (d) (ii) og (iii) i sammenheng, så innebærer disse at det må eksistere et bindeledd mellom utsteder og obligasjonseierfellesskapet. Avtalen forutsetter klart at dette skal være tillitsmannen, som etter reguleringen i pkt. 7.1.1 (b) er gitt fullmakt til å opptre på obligasjonseierne vegne. For det andre, siden obligasjonseierfellesskapet består av ulike aktører som skal være sidestilte, er det behov for en formalisert beslutningsmekanisme som kan sikre at likhetsprinsippet ivaretas. I avtalen ivaretas dette behovet gjennom bestemmelsene om obligasjonseiermøtet, som er «obligasjonseierfellesskapets ... organ», jf. pkt. 5.1.1.¹⁶⁸ Obligasjonsavtalen forutsetter at beslutninger som hører til obligasjonseierfellesskapet må treffes av obligasjonseiermøtet eller av tillitsmannen. Slike beslutninger kan da ikke den enkelte obligasjonseier selv beslutte eller gjennomføre på egen hånd.

Obligasjonseierfellesskapet kan etter dette karakteriseres som er et avtalebasert fellesskap bestående av – og mellom - obligasjonseierne, som tar sine beslutninger på obligasjonseiermøtet og som representeres samlet overfor utsteder av tillitsmannen.

¹⁶⁵ Jf. Andenæs (2007) s. 120 i tilknytning til aksjeselskap.

¹⁶⁶ Om likhetsprinsippet i aksjeselskap, se Andenæs (2007) s. 119-121 og Andenæs (2006) s. 132-134

¹⁶⁷ Se kapittel 8 om denne bestemmelsen.

¹⁶⁸ Se kapittel 6 om obligasjonseiermøtet.

4.3 Retten til å disponere over obligasjonene

Her skal kun obligasjonseierens adgang til å disponere over obligasjonene ved overføring eller pantsettelse drøftes. Spørsmålet om obligasjonseierens adgang til å gjøre gjeldende kreditorbeføyelser overfor utsteder utskytes til kapittel 8.

Obligasjonseierne har på grunnlag av obligasjonene et eller flere pengekrav mot utsteder.¹⁶⁹ Det er et alminnelig obligasjonsrettslig prinsipp at krav, herunder pengekrav, i utgangspunktet fritt kan overdras uten at debitor kan protestere.¹⁷⁰ Unntak fra dette utgangspunktet kan bl.a. følge av avtale mellom kreditor og debitor.¹⁷¹ Det nærmere spørsmålet blir således om obligasjonsavtalen oppstiller begrensninger i adgangen til overdragelse og pantsettelse av obligasjonene. Obligasjonseierens adgang til å pantsette obligasjonene vil samsvare med adgangen til å overdra obligasjonene, jf. lov 8. februar 1980 nr. 2 om pant («panteloven») § 1-3 annet ledd sammenholdt med § 4-1.¹⁷² Derfor er det tilstrekkelig å drøfte adgangen til overdragelse. Spørsmålet er kun aktuelt for unoterte obligasjonslån, ettersom fri omsettelighet er et krav for børsnotering av obligasjoner, jf. forskrift 29. juni 2007 om regulerte markeder § 9 første ledd.¹⁷³

Obligasjonsavtalen inneholder ingen bestemmelser som etter sin ordlyd eksplisitt tar sikte på å regulere obligasjonseierens adgang til å overdra obligasjoner. Det som da må undersøkes, er hvorvidt en begrensning i denne adgangen likevel følger av en tolkning av avtalens bestemmelser.

Først kan no action-klausulen i obligasjonsavtalens pkt. 7.1.1 (d) vurderes. Det er denne bestemmelsen som generelt er bestemmende for hva obligasjonseierne kan foreta seg mht. til sine obligasjoner. Bestemmelsen kommer til anvendelse der obligasjonseierne «opptrer» overfor utsteder. Således må det være klart at den ikke vil begrense obligasjonseierens adgang til å overdra obligasjoner til andre enn utsteder. Deretter kan det spørres om bestemmelsen hindrer overdragelse av obligasjoner fra en obligasjonseier til utsteder. Dette vil jo etter en alminnelig språklig forståelse innebære at obligasjonseieren «opptrer» overfor utsteder. Imidlertid er det et tilleggsvilkår at dette skjer på grunnlag av «Avtalen». Uttrykket må forstås som ensbetydende med obligasjonsavtalen.¹⁷⁴ En overdragelse til utsteder vil skje på grunnlag av en separat kjøpsavtale (med mindre det er snakk om å utøve en put-opsjon). Derfor begrenser

¹⁶⁹ Jf. avsnitt 2.1.

¹⁷⁰ Jf. Bergsåker (2005) s. 95 jf. Hagstrøm (2003) s. 857 jf. Krüger (1984) s. 110.

¹⁷¹ Jf. Bergsåker (2005) s. 96 jf. Hagstrøm (2003) s. 859 jf. Krüger (1984) s. 113.

¹⁷² Jf. Bergsåker (2005) s. 97 sml. Krüger (1984) s. 110.

¹⁷³ Gitt med hjemmel i børsloven.

¹⁷⁴ Jf. avsnitt 8.3.

bestemmelsen heller ikke obligasjonseierens adgang til å overdra obligasjoner til utsteder. Siden bestemmelsen må antas å være *generelt* bestemmende for obligasjonseierens rådighet over obligasjonen, så kan det hevdes at nettopp det at den her ikke kommer til anvendelse taler for at obligasjonseierne fritt kan omsette obligasjonene.

Videre kan det spørres om avtalens øvrige bestemmelser gir veiledning. Ordlyden i det innledende avsnittet til avtalens pkt. 7.1.1 - «Gjennom tegning, kjøp eller annen overføring ...» - kan hevdes implisitt å forutsette at overdragelse fritt skal kunne skje. Momentet er etter mitt skjønn imidlertid for uklart til å ha noen særlig vekt. Ytterligere argumenter kan ikke hentes fra obligasjonsavtalen.

En tolkning av obligasjonsavtalens bestemmelser taler for at den ikke begrenser obligasjonseierens adgang til overdragelse. Fri omsettelighet vil dessuten generelt være positivt for både utsteder og obligasjonseierne. For obligasjonseierne, som for andre innehavere av pengekrav, utgjør deres krav et formuesgode på linje med andre aktiva.¹⁷⁵ Kravets verdi kan realiseres enten ved avhendelse av kravet, eller ved at innehaveren mottar renter og avdrag fra utsteder ettersom disse forfaller. Adgang til overdragelse vil gi obligasjonseierne mulighet, forutsatt etterspørsel på markedet, til å frigjøre likviditeten i obligasjonen før forfall og kan av den grunn hevdes å være positivt for disse.¹⁷⁶ For utsteder vil adgang til fri omsetning typisk øke, eller til og med være avgjørende for, interessen for dennes obligasjoner. Tatt i betraktning disse fordelene ved fri omsettelighet, og bestemmelsene i obligasjonsavtalen, bør det legges til grunn at obligasjonene fritt vil kunne overdras (såfremt ikke særlige bestemmelser har blitt inntatt ved skreddersøm av obligasjonsavtalen). Som en konsekvens derav, vil obligasjonene også kunne pantsettes, jf. ovenfor.

4.4 Organisatoriske rettigheter

Den enkelte obligasjonseierens organisatoriske rettigheter kan sies å være rettigheter denne har i kraft av å være medlem av obligasjonseierfellesskapet, og som kan gjøres gjeldende innenfor dette fellesskapet.

Den viktigste organisatoriske rettigheten for obligasjonseierne er retten til å stemme på obligasjonseiermøtet. Gjennom utøvelse av stemmeretten har obligasjonseieren mulighet til å påvirke obligasjonseiermøtets beslutninger, og dermed forhold som angår lånet i sin helhet og ikke bare den eller de enkelte obligasjon(e) han eier. Stemmeretten er regulert i avtalens pkt. 5.3.1. Bestemmelsen gir obligasjonseierne rett til en stemme på obligasjonseiermøtet for hver «Stemmeberettigede Obligasjon» de eier. At én obligasjon

¹⁷⁵ Jf. Krüger (1984) s. 1.

¹⁷⁶ Jf. Bergsåker (2005) s. 98.

gir én stemme er antakelig begrunnet med at man bør ha innflytelse etter kapitalinnsats i obligasjonslånet, og den risiko man dermed har påtatt seg.¹⁷⁷ En annen regel ville vel heller neppe gjøre obligasjoner til et attraktivt investeringsobjekt.

Uttrykket «Stemmeberettigede Obligasjoner» må ses i sammenheng med formuleringen «Egne Obligasjoner». Sistnevnte obligasjonsgruppe er ikke gitt ikke stemmerett, jf. avtalens pkt. 5.3.1 siste setning. I avtalens pkt. 2 er «Egne Obligasjoner» definert som obligasjoner som eies av utsteder eller noen som denne har bestemmende innflytelse over eller som – motsatt – har bestemmende innflytelse over ham (hva som ligger i «bestemmende innflytelse» drøftes ikke nærmere). Begrunnelsen for at slike obligasjoner ikke gir stemmerett er antakelig at man vil unngå at utsteder (som etter avtalens pkt. 4.6.1 kan kjøpe obligasjoner), eller noen med nær tilknytning til denne, kjøper opp obligasjoner i lånet for så å blokkere obligasjonseiermøtets beslutninger. Uten en slik regulering kunne en utsteder eksempelvis trenere inndrivelsen av utestående beløp. Hvilke obligasjoner som gir stemmerett kan etter dette avgrenses negativt mot obligasjoner som faller inn under definisjonen av «Egne Obligasjoner».

Obligasjonseierne har også en annen mulighet til å påvirke lånet i sin helhet. Obligasjonseiere som representerer minst 1/5 av de stemmeberettigede obligasjonene kan instruere tillitsmannen om å gjennomføre «tiltak som nevnt i pkt. 6.2.1», jf. pkt. 6.2.2.¹⁷⁸

Videre har obligasjonseierne også andre organisatoriske rettigheter. En eller flere obligasjonseiere, som samlet representerer minst en tidel av de stemmeberettigede obligasjonene, kan innkalle til obligasjonseiermøte, jf. obligasjonsavtalen pkt. 5.2.1 (b). Når obligasjonseiermøte begjæres avholdt har obligasjonseierne dessuten rett til å bli innkalt, jf. obligasjonsavtalens pkt. 5.2.4. En obligasjonseier kan også hindre at tillitsmannen treffer beslutninger på vegne av obligasjonseierfellesskapet med hjemmel i avtalens pkt. 6.1.4. Den aktuelle saken vil da i stedet bli behandlet på obligasjonseiermøtet, hvilket sikrer at obligasjonseierne får mulighet til å ta stilling til den aktuelle saken. Endelig kan minoritetsvernet i avtalens pkt. 5.3.5, 5.3.6 og 6.1.6 nevnes som organisatoriske rettigheter.

4.5 Sammenfatning

Obligasjonseiernes posisjon i obligasjonslån kjennetegnes ved at han eller hun enten kan realisere obligasjonenes verdi gjennom avhendelse eller gjennom å motta renter og avdrag ettersom de forfaller. Den enkelte obligasjonseier har ingen formell innflytelse på

¹⁷⁷ Jf. tilsvarende betraktning for aksjeselskap i Andenæs (2007), på s. 173-174.

¹⁷⁸ Se nærmere om denne instruksjonsadgangen i avsnitt 0.

obligasjonslånet utover hva som kan oppnås enten ved utøvelse av stemmeretten på obligasjonseiermøtet eller adgangen til direkte instruksjon av tillitsmannen.

Det er således betydelige likheter mellom en aksjonærs rettsstilling i et aksjeselskap og en obligasjonseiers rettsstilling i et obligasjonslån. En aksjonær kan vanligvis ikke utøve større innflytelse over aksjeselskapet enn hva som kan oppnås ved stemmegivning på generalforsamlingen, og kan fritt omsette aksjene såfremt annet ikke skulle følge av selskapsspesifikke bestemmelser, jf. aksjeloven § 4-15 (1).¹⁷⁹

Imidlertid er det også vesentlige forskjeller. For det første avhenger en obligasjonseiers rettsstilling i hovedsak av obligasjonsavtalen, mens en aksjonær sin rettsstilling i utgangspunktet følger av aksjelovgivningen.¹⁸⁰ Videre har en obligasjonseier et presist angitt krav på å motta utbetalinger på obligasjonen. Det samme presise kravet har ikke en aksjonær.¹⁸¹ Interessant nok kan dermed en obligasjonseiers posisjon sies å være en hybrid av posisjonen som en alminnelig långiver og aksjonær.

¹⁷⁹ Jf. Andenæs (2007) s. 117.

¹⁸⁰ Jf. Rawlings (2009) s. 34, som kommer med samme betraktning om engelsk og amerikansk rett.

¹⁸¹ Jf. Andenæs (2007) s. 224-235 om utdeling til aksjeeierne i et aksjeselskap.

5 Tillitsmannen

5.1 Innledning

Tillitsmannen skal ivareta obligasjonseiernes rettigheter og interesser overfor låntaker. Hovedbestemmelsene om tillitsmannen finnes i obligasjonsavtalens kapittel 6. Tillitsmannen skal representere obligasjonseierne, overvåke utsteders overholdelse av dennes låneforpliktelser og er pålagt enkelte oppgaver av administrativ art.¹⁸² Videre har tillitsmannen en viss kompetanse til å binde obligasjonseierne.¹⁸³ Tillitsmannen er involvert i obligasjonslånet før obligasjonene utstedes.¹⁸⁴ Her er det imidlertid tillitsmannens rolle i et etablert obligasjonslån som skal drøftes.

I Norge har en tillitsmannsordning blitt praktisert i over hundre år. Tidligere ble denne funksjonen hovedsaklig utført av banker, som da også hadde en rekke andre roller på obligasjonsmarkedet. Foruten å fungere som tillitsmenn, utstedte bankene selv obligasjonslån og opptrådte dessuten som långivere. Det hendte såvel at bankene også var tillitsmenn for egne lån. Ofte ville samme bank være både emisjonsleder og tillitsmann, hvilket kunne være problematisk fordi bankene som regel var utsteders regulære bankforbindelse og dermed kunne det fremstå som uklart hvorvidt disse var skikket til å ivareta obligasjonseiernes interesser. På slutten av 1980-tallet og begynnelsen av 1990-tallet ble det tydelig at bankenes innehav av såvidt mange posisjoner på obligasjonsmarkedet kunne føre til interessekonflikter. Det var et behov for en uavhengig aktør som kunne oppfylle rollen som tillitsmann. På denne bakgrunn ble tillitsmannsselskapet Norsk Tillitsmann ASA etablert i 1993. Per i dag er NTM den eneste aktøren av betydning som tilbyr tillitsmannstjenester på det norske markedet.¹⁸⁵

Et spørsmål er hvorfor det i så vid utstrekning benyttes en tillitsmann i obligasjonslån. Det er naturlig å anta at dette har sammenheng med de fordelene tillitsmannsordningen innebærer for deltakerne i lånet. *Både for obligasjonseierne og for utstederen* er den vesentligste fordelen ved tillitsmannsordningen at den gjør det praktisk mulig å ha en no action-klausul i lånet,¹⁸⁶ med de positive virkningene det medfører for partene.¹⁸⁷

¹⁸² Jf. avsnitt 5.3.

¹⁸³ Jf. avsnitt 5.4.

¹⁸⁴ Jf. avsnitt 2.2.

¹⁸⁵ Også andre har forsøkt å etablere seg som tilbydere av tillitsmannstjenester. Disse har så langt ikke lyktes.

¹⁸⁶ Sml. Wood (2007b) s. 299.

For obligasjonseierne er det også andre fordeler forbundet med å ha en tillitsmann i lånet. For det første kan obligasjonseierne, som en følge av tillitsmannens overvåkingsansvar og kompetanse til å forfølge brudd på utsteders forpliktelser, velge å begrense sin egen aktive oppfølging av obligasjonslånet. For det andre kan det være faktisk fordelaktig, især for utenlandske investorer, å ha en konstant representant i markedet.

En ulempe ved tillitsmannsordningen kan hevdes å være at obligasjonseierne interesser skal ivaretas nettopp av tillitsmannen, en enkeltaktør uten direkte økonomisk interesse i opprettholdelsen av obligasjonenes verdi.¹⁸⁸ Av flere grunner bør imidlertid betydningen av dette forholdet neppe overdrives. Selv om tillitsmannen ikke har en direkte økonomisk interesse i obligasjonene, så må et tillitsmannsselskaps levedyktighet antas å være betinget av at tillitsmannsfunksjonen utføres tilfredsstillende. Av den grunn kan tillitsmannen sies å ha en kommersiell interesse i at obligasjonenes verdi opprettholdes, som kan kompensere for fraværet av en direkte økonomisk interesse. Videre kan tillitsmannen også risikere et erstatningsansvar dersom denne ikke ivaretar sitt verv, jf. avtalens pkt. 6.3.1. Der tillitsmannen ikke handler slik obligasjonseierne ønsker, vil disse dessuten kunne instruere tillitsmannen¹⁸⁹ eller bytte ham ut, jf. forutsetningsvis avtalens pkt. 6.4.1.

For utsteder er det av betydning at utnevning av en tillitsmann, siden dette er forbundet med fordeler for obligasjonseierne, kan gjøre obligasjonene mer attraktive for investorer. Bruk av en tillitsmann kan også innebære direkte fordeler for utsteder selv. Denne kan da forholde seg til tillitsmannen som en konstant representant for obligasjonseierfellesskapet. Praktisk sett må dette være å foretrekke fremfor direkte kommunikasjon med et potensielt stort antall obligasjonseiere, som dessuten kan være gjenstand for utskiftning. En annen fordel er at utsteder kan drøfte sensitive spørsmål med tillitsmannen, uten at informasjonen når ut til markedet. Utsteder kan eksempelvis ha et behov for å avklare hvordan en forestående oppkjøpssituasjon, fisjon eller fusjon m.v. forholder seg til obligasjonsavtalens bestemmelser. Muligheten for slike samtaler er forutsatt i avtalens pkt. 6.1.1.

Konfidensielle samtaler mellom utsteder og tillitsmannen kan så tvil om tillitsmannens rolle som obligasjonseierne representant. Tillitsmannen vil jo da kunne sies å yte bistand til utsteder. Imidlertid ville en utsteder neppe være villig til å dele sensitive opplysninger med obligasjonseierne, siden muligheten for å hindre lekkasjer eller bruk av

¹⁸⁷ Jf. avsnitt 8.1.1.

¹⁸⁸ Sml. tilsvarende om *trustee*: Kahan (2002) s. 1064.

¹⁸⁹ Jf. avsnitt 4.4 og 6.3.

informasjonen da må antas å være vesentlig mindre. Hvis konfidensielle drøftelser med tillitsmannen kan bidra til at mislighold unngås, så må nok dette sies å være fordelaktig også for obligasjonseierne. Likevel er nok muligheten til stede for at tillitsmannen i denne sammenheng kan innta en potensielt problematisk dobbeltrolle. Spørsmålet forfølges ikke videre her.

Bruken av en tillitsmann kan også gjøre det enklere å ha sikkerhet i lånet ved at tillitsmannen, på vegne av obligasjonseierne, kan stå som innehaver av sikkerheten i det aktuelle rettsvernsregisteret. Dermed er det ikke nødvendig å foreta omregistreringer der obligasjonene skifter eier. Hvis obligasjonene er gjenstand for hyppig omsetning, vil omregistrering neppe heller være praktisk mulig. Det kan derfor hevdes at tillitsmannsordningen i det hele tatt gjør det mulig å ha sikkerhet i lånet. Sikrede lån vil normalt være forbundet med en lavere risiko enn usikrede. Der utsteder stiller sikkerhet for sine låneforpliktelser, kan han derfor ofte skaffe tilveie den ønskede lånekapitalen til en lavere kostnad. Av den grunn kan tillitsmannens betydning for muligheten til å stille sikkerhet sies å utgjøre en fordel for utsteder.

Etter dette kan det konstanteres at bruken av en tillitsmann er forbundet med fordeler både for obligasjonseierne og for utsteder, hvilket er naturlig – ellers ville neppe tillitsmannsordningen ha eksistert i sin nåværende form.

5.2 Rettslig karakteristik

Problemstillingen er her hvilken karakteristik som er treffende for tillitsmannens rettslige posisjon i obligasjonslånet. I avtalen heter det at «tillitsmannen har *fullmakt* til å opptre på vegne av obligasjonseierne», jf. pkt. 7.1.1 (b). Videre følger det av avtalens innledende avsnitt at den er inngått mellom utstederen og tillitsmannen «på vegne av obligasjonseierne». Avtalen forutsetter således klart at tillitsmannen er obligasjonseiernes fullmektig. Det nærmere spørsmålet kan dermed sies å være om denne forutsetningen skal legges til grunn eller om tillitsmannen må karakteriseres som noe annet enn en fullmektig.

Et fullmaktsforhold kan generelt sies å foreligge når representanten A's evne til å representere B overfor en tredjemann C beror på B's egen atferd.¹⁹⁰ Grunnlaget for tillitsmannens kompetanse er obligasjonsavtalen. Denne vil normalt bli inngått mellom utsteder og tillitsmannen – etter avtalens ordlyd «på vegne av obligasjonseierne» - før investorene tegner seg i lånet. Tilsynelatende er ikke tillitsmannens evne til å opptre på obligasjonseiernes vegne da avhengig av deres atferd. Dette kan selvfølgelig ikke være riktig. Synspunktet må være at selv om obligasjonsavtalen er inngått av tillitsmannen på

¹⁹⁰ Jf. Lassen (1992) s. 13.

vegne av obligasjonseierne, så får ikke avtaleforholdet noen virkning for obligasjonseierne før disse gir tillitsmannen fullmakt til å disponere på deres vegne, herunder til å inngå avtalen. Tillitsmannens (A's) evne til å representere obligasjonseierne (B) overfor utsteder og andre (C) beror således på obligasjonseierens tilslutning til obligasjonsavtalen gjennom tegning, kjøp eller annen overføring av obligasjoner, jf. avtalens pkt. 7.1.1. Etter definisjon nevnt ovenfor foreligger det da et fullmaktsforhold.

Imidlertid er det et trekk ved rettsforholdet mellom tillitsmannen og obligasjonseierne som kan så tvil om hvorvidt det er korrekt å karakterisere dette som et fullmaktsforhold. Både tillitsmannen og obligasjonseierne er bundet av obligasjonsavtalen.¹⁹¹ Fullmaktsforhold kjennetegnes ved at fullmektigen inngår en eller flere avtaler med tredjemann på vegne av fullmaktsgiveren, med den virkning at avtalen anses inngått mellom fullmaktsgiveren og tredjemann, mens fullmektigen blir stående utenfor avtaleforholdet.¹⁹² At tillitsmannen og obligasjonseierne er bundet av samme avtale, kan dermed synes å tale for at det ikke foreligger et fullmaktsforhold. På den andre siden er tillitsmannen og obligasjonseierne ikke underlagt de samme forpliktelsene i obligasjonsavtalen, og det er, i tråd med kjennetegnet nevnt ovenfor, obligasjonseierne som blir bundet ved tillitsmannens disposisjoner i forbindelse med obligasjonslånet. At tillitsmannen og obligasjonseierne pålegges forpliktelser i det samme dokument, kan da neppe være til hinder for at rettsforholdet dem imellom ikke er et fullmaktsforhold.

Selv om det foreligger et fullmaktsforhold mellom obligasjonseierne og tillitsmannen, skiller dette seg noe fra tradisjonelle fullmaktsforhold.¹⁹³ For det første avhenger tillitsmannens kompetanse av en rekke ensartede fullmaktsforhold bestående mellom tillitsmannen og ulike obligasjonseiere. Tradisjonelle fullmaktsforhold består vanligvis mellom kun en fullmaktsgiver og en fullmektig. For det andre har tillitsmannen en nokså vid kompetanse til å opptre på obligasjonseierens vegne, og frihet mht. til hvordan denne skal benyttes med mindre obligasjonseierne gir instruksjoner i annen retning.¹⁹⁴ En så selvstendig stilling for fullmektigen er neppe vanlig. For det tredje kan obligasjonseierne bytte tillitsmann, jf. avtalens pkt. 6.4.1, men obligasjonseierne kan ikke fritt tilbakekalle fullmakten slik at det ikke skal være en tillitsmann i lånet. Dette vil innebære en «endring» av obligasjonsavtalen, slik det er naturlig å forstå uttrykket, og må således ha utsteders samtykke, jf. obligasjonsavtalens pkt. 7.3. At medvirkning fra en tredjemann er nødvendig for å tilbakekalle en fullmakt, er vel uvanlig i fullmaktsforhold.

¹⁹¹ Jf. avsnitt 3.3.

¹⁹² Jf. Woxholth (2009) s. 241.

¹⁹³ Jf. tilsvarende Feldthusen (2002) s. 331-332, om obligasjonseierens representant i partialobligasjonslån.

¹⁹⁴ Jf. avsnitt 5.4.

Til tross for disse særpregene, må det nok være korrekt å holde fast ved at tillitsmannen skal karakteriseres som obligasjonseiernes fullmektig, så lenge tillitsmannens evne til å binde obligasjonseierne beror på deres atferd. Det kan da spørres om det er mulig å utdype denne karakteristikken ytterligere.

Hos oss er det vanlig å skille mellom tre hovedgrupper av fullmakter innenfor avtalelovens system.¹⁹⁵ Disse er stillingsfullmakter, frasagnsfullmakter og oppdragsfullmakter.¹⁹⁶ Stillingsfullmakter oppstår i kraft av at fullmektigen inntar en stilling etter avtale med fullmaktsgeberen, jf. forutsetningsvis avtaleloven § 10 annet ledd.¹⁹⁷ Frasagnsfullmakter stiftes ved fullmaktsgeberens erklæring til tredjemann.¹⁹⁸ Oppdragsfullmakt kjennetegnes ved at den stiftes gjennom fullmaktsgeberens erklæring til fullmektigen, jf. forutsetningsvis avtaleloven § 18, og at erklæringen som stifter fullmaktsforholdet fra fullmaktsgeberens hold ikke er ment å bli fremvist til medkontrahenten.¹⁹⁹ Her skal fullmaktsforholdet mellom obligasjonseierne og tillitsmannen bli forsøkt plassert i en av disse gruppene.

Betegnelsen stillingsfullmakt synes lite anvendelig på forholdet. For det første inntar tillitsmannen sin posisjon etter avtale med utsteder, ikke med obligasjonseierne. Disse har valget mellom å tegne seg i lånet med den aktuelle tillitsmannen eller la være. Dessuten er tillitsmannens kompetanse fastlagt i obligasjonsavtalen, og man er derfor ikke avhengig av å utlede grensene for denne av lov eller sedvane, jf. forutsetningsvis avtaleloven § 10 annet ledd. Spørsmålet blir således om tillitsmannens fullmakt må betegnes som en frasagns- eller som en oppdragsfullmakt. Av frasagnsfullmaktene er det kategorien § 16-fullmakt som synes mest aktuell. Dette er fullmakter som er beregnet på å bli forevist tredjemann (uten at dette behøver eksplisitt å fremgå av dokumentet), og som ikke er forbeholdt det interne forholdet mellom fullmaktsgeberen og fullmektigen.²⁰⁰

Den relevante «erklæringen» vil i begge tilfeller være obligasjonsavtalen. Denne er utsteder også bundet av. Siden både utsteder og tillitsmannen er parter i obligasjonsavtalen, kan det virke kunstig å si at obligasjonseierens «erklæring» om fullmakt er rettet mot enten tillitsmannen eller utsteder alene. Tvert om er det klart at «erklæringen» derved ikke er rettet mot tillitsmannen alene, hvilket taler for at fullmaktsforholdet ikke kan rubriseres som en oppdragsfullmakt, jf. ovenfor. Avgjørende må være hvorvidt fullmakten er utformet slik at den er egnet til å vises frem.²⁰¹

¹⁹⁵ Jf. Lassen (1992) s. 27 jf. Woxholth (2009) s. 243.

¹⁹⁶ L.c.

¹⁹⁷ Jf. Lassen (1992) s. 30 jf. Woxholth (2009) s. 247.

¹⁹⁸ Jf. Woxholth (2009) s. 245-246 jf. Lassen (1992) s. 27-30.

¹⁹⁹ Jf. Woxholth (2009) s. 245.

²⁰⁰ Jf. Woxholth (2009) s. 246.

²⁰¹ Jf. Woxholth (2009) s. 246.

Obligasjonsavtalen gir klart uttrykk for hvilke beføyelser tillitsmannen har i lånet. Videre er avtaledokumentet offentlig, og tillitsmannen kan ved behov dokumentere sin posisjon som fullmektig ved fremvisning av avtalen. Den kan da neppe sies å være forbeholdt det interne forhold mellom obligasjonseierne og tillitsmannen, men bør tvert om sies å være egnet for fremvisning. Tillitsmannens fullmakt bør således karakteriseres som en frasagnsfullmakt i avtl. § 16's forstand. Den viktigste følgen derav er at dersom tillitsmannen overskrider sin rett som fullmektig, så vil obligasjonseierne være bundet så lenge medkontrahenten er i god tro, jf. avtl. § 11 første ledd.

Når tillitsmannens posisjon skal fastlegges i det videre, kan man se dette som et spørsmål om tolkning av fullmakt eller avtale. Skillet er neppe av noen betydning, siden en erklæring som skaper en frasagnsfullmakt i utgangspunktet må tolkes etter de samme prinsipper som man ellers følger ved tolkning av utsagn på formuerettens område.²⁰² Av hensyn til konsekvens i oppgavens drøftelser, velger jeg å se dette som et spørsmål om tolkning av avtale.

5.3 Plikter

Hovedbestemmelsen om tillitsmannens plikter i obligasjonslånet fremgår av avtalens pkt. 6.1.1. Avtalen inneholder også andre klausuler som gir mer spesifikke reguleringer. Enkelte av disse nevnes nedenfor. Med utgangspunkt i hovedbestemmelsen, kan tillitsmannens plikter inndeles i fire kategorier.

For det første skal tillitsmannen «overvåke Utstederens oppfyllelse av sine forpliktelser» i obligasjonslånet, jf. pkt. 6.1.1 første setning (*overvåkingsforpliktelser*). Tillitsmannen er imidlertid «ikke forpliktet til å vurdere Utstederens finansielle stilling utover de forpliktelser som måtte følge av Avtalen», jf. pkt. 6.1.1 siste setning. Det kan argumenteres for at denne begrensningen i tillitsmannens overvåkingsforpliktelser uansett følger av en (antitetisk) tolkning av første setning, slik at avgrensningen i siste setning er unødvendig. På denne bakgrunn kan det hevdes at klausulens siste setning er tatt med for å forhindre tolkningstvil i tillitsmannens disfavør. Likevel kan det også være en fordel for obligasjonseierne at innholdet i tillitsmannens forpliktelse her er tydelig presisert ved at man dermed kan unngå unødvendige tvister. Virkningen av begrensningen blir uansett at det til en viss grad kan være nødvendig for obligasjonseierne selv å holde seg orientert om utstaders forhold, eksempelvis for å avdekke opplysninger som indikerer at mislighold er nært forestående, uten at det enda har inntruffet. Især kan dette tenkes å være tilfelle i høyrisikolån.²⁰³

²⁰² Jf. Lassen (1992) s. 41.

²⁰³ Jf. avsnitt 1.2.

For det andre skal tillitsmannen «gjennomføre obligasjonseiermøter», jf. pkt. 6.1.1 første setning (*administrasjonsforpliktelser*). Pliktene i denne sammenheng er av administrativ art og spesifiseres i avtalens kapittel 5. Herav fremgår at tillitsmannen blant annet skal innkalle til obligasjonseiermøtet, jf. pkt. 5.2.2, anwise lokaler for avholdelse av møtet, jf. pkt. 5.2.8, og som regel lede selve møtet, jf. pkt. 5.2.8.

For det tredje skal tillitsmannen iverksette vedtak «truffet i henhold til Avtalen», jf. pkt. 6.1.1 første setning (*iverksettelsesforpliktelser*). Både tillitsmannen og obligasjonseiermøtet har kompetanse til å fatte vedtak med hjemmel i avtalen.²⁰⁴ På dette punkt må bestemmelsen derfor forstås slik at tillitsmannen er den som skal iverksette både egne vedtak og obligasjonseiermøtets vedtak. En slik forståelse understøttes også av avtalens pkt. 5.3.7, hvorav det fremgår at tillitsmannen «skal sørge for at vedtak truffet på Obligasjonseiermøtet blir iverksatt».

Endelig følger det av klausulen i pkt. 6.1.1 at tillitsmannen «skal ... treffe beslutninger». Tillitsmannen har en nærmere definert kompetanse til å opptre på obligasjonseierne vegne.²⁰⁵ Spørsmålet som da oppstår, er om dette er kompetanse kombinert med plikt eller frihet.²⁰⁶ Med andre ord – om tillitsmannen kan være forpliktet til å handle (*handleplikt*). Ordlyden «skal» kan tale for at dette er en kompetanse kombinert med plikt. På den andre siden kan det ikke være slik at tillitsmannen uten videre plikter å treffe en beslutning. En slik tolkning ville ikke gi noen mening og er neppe i tråd med verken tillitsmannens eller obligasjonseierne forutsetninger. Det er derfor naturlig å oppstille som et tilleggsvilkår for handleplikt at det må foreligge en situasjon som krever handling. Tillitsmannen hovedoppgave er å representere obligasjonseierne. Av den grunn må det antas at det er i situasjoner der obligasjonseierne interesser kan lide skade at det er aktuelt å oppstille en handleplikt for tillitsmannen.

På den annen side heter det i pkt. 6.1.2 siste setning at «Tillitsmannen *kan* avvente handlinger til saken er forelagt Obligasjonseiermøtet» (min uth.). Dersom man ser denne formuleringen i sammenheng med ordlyden «skal» i pkt. 6.1.1, så kan dette tale for at tillitsmannen ikke vil ha en plikt til å handle, selv hvor det foreligger en situasjon som nevnt ovenfor, med mindre saken har vært behandlet på obligasjonseiermøtet. En slik tolkning vil gi tillitsmannen mulighet til å unngå erstatningskrav begrunnet i at obligasjonseierfellesskapet ble påført tap som følge av en handling obligasjonseierne ikke ønsket at skulle foretas. Hensynet til tillitsmannen taler derfor for at denne tolkningen skal legges til grunn.

²⁰⁴ Jf. avsnitt 5.4 og 6.3.

²⁰⁵ Jf. avsnitt 5.4.

²⁰⁶ Om denne distinksjonen, se Eckhoff (1991) s. 87-88.

Imidlertid vil tillitsmannsfunksjonen være av begrenset verdi for obligasjonseierne dersom tillitsmannen aldri må handle uten deres instruks, men i stedet alltid kan avvente obligasjonseiermøtets beslutning selv der situasjonen er slik at selve tidsaspektet vil påføre obligasjonseierne et tap. Man kan eksempelvis tenke seg tilfellet der tillitsmannen blir klar over at et aktivum stillet som sikkerhet for lånet er i ferd med å gå tapt, eller at lånet vil bli misligholdt som følge av en mindre feil som garantert vil bli rettet opp. Hensynet til obligasjonseierne taler derfor for at tillitsmannen i enkelte tilfeller har en handleplikt. I teorien finnes også uttalelser i denne retning. Sandvik mener at selv om det ikke er uttrykkelig sagt i låneavtalen, så må tillitsmannen ved mislighold ha «en plikt til å ivareta ... [obligasjonseierne] interesser ved forforføyninger overfor debitor, *særlig hvis det av hensyn til tidsmomentet er påkrevet for å sikre verdier*» (min tilføyelse og uth.).²⁰⁷ I dansk teori er det på samme måte antatt at obligasjonseierne representant «havde formentlig en handlingsplikt til at varetage investorernes interesser, *når dette var påkrevet...*» (min uthevelse).²⁰⁸

Bestemmelsen i pkt. 6.1.1 bør derfor tolkes slik at tillitsmannen har en handleplikt, men at denne er avgrenset til situasjoner der 1) obligasjonseierne interesser kan bli skadelidende, og 2) tidsmomentet ikke tillater at det avholdes et obligasjonseiermøte uten at dette kan medføre tap for obligasjonseierfellesskapet.

5.4 Kompetanse

5.4.1 Innledning

Kompetanse kan karakteriseres som en «*evne til å binde seg selv eller til å bestemme over andre*».²⁰⁹ Her skal det gis en oversikt over tillitsmannens kompetanse til å binde obligasjonseierne. Tillitsmannens autonome kompetanse er uten interesse i vår sammenheng. Virkningene av at tillitsmannen går ut over sin kompetanse omtales i kapittel 7.

Evne til å binde seg selv kalles gjerne *autonom kompetanse*, mens en evne til å bestemme over andre kalles *heteronom kompetanse*.²¹⁰ Tillitsmannen kan riktignok instrueres av obligasjonseiermøtet og av obligasjonseiere (såfremt kravene i avtalens pkt. 6.2.2 er tilfredsstilt hva gjelder sistnevnte). Likevel er det klart, jf. nedenfor, at obligasjonsavtalen gir tillitsmannen kompetanse til å binde obligasjonseierne hvis

²⁰⁷ Sandvik (1982) s. 322. Riktignok om pantesikrede partialobligasjonslån, uten at dette kan ha noen betydning her.

²⁰⁸ Jf. Feldthusen (2002) s. 330 med videre henvisninger.

²⁰⁹ Jf. Eckhoff (2006) s. 33. Se nærmere om kompetanse som begrep: Eng (1990) s. 625 flg. og Eckhoff (1991) s. 83- 99.

²¹⁰ Jf. Eckhoff (1991) s. 85.

disse ikke benytter sin instruksjonsmyndighet. Således kan man si at tillitsmannen er gitt en *heteronom kompetanse* overfor obligasjonseierne. Denne kompetansen har tillitsmannen fått ved at obligasjonseierne, i kraft av deres *autonome kompetanse*, har sluttet seg til obligasjonsavtalen. Samme betraktning vil også gjelde for obligasjonseiermøtet.

Tradisjonelt har man oppstilt et skille mellom personelle, materielle og prosessuelle kompetansespørsmål.²¹¹ Disse betegnelse vil bli benyttet i det følgende. Det kan presiseres at det personelle kompetansespørsmålet angår hvem som har kompetanse, mens det materielle kompetansespørsmålet angår hva som kan besluttes og det prosessuelle kompetansespørsmålet hvordan beslutningen skal tas.²¹² Her er det klart at det er tillitsmannens kompetanse som skal behandles. Dermed oppstår det ingen spørsmål av personell art. Det som må vurderes er da spørsmålene om materiell og prosessuell kompetanse.

Den kan nevnes at den tradisjonelle inndelingen i personelle, materielle og prosessuelle kompetansebetingelser har vært gjenstand for debatt.²¹³ Eksempelvis opereres det i Eckhoff (2007) ikke med prosessuelle kompetansebetingelser.

Innledningsvis kan man spørre hvorfor tillitsmannen er gitt kompetanse. Her skal det praktiske aspektet fremheves. I låneforhold oppstår det ofte en rekke spørsmål, og disse vil kunne løses gjennom forhandlinger direkte mellom långiveren og låntakeren.²¹⁴ Direkte forhandlinger i et obligasjonslån, slik disse i dag organiseres, krever at det innkalles til obligasjonseiermøte. Hvis man måtte avholde et obligasjonseiermøte selv ved avgjørelse av uproblematisk spørsmål, så ville dette ha vært svært tungvint.²¹⁵ Eksempler på spørsmål av en slik art kan være at det oppstår behov for mindre endringer eller presiseringer av låneavtalen, eller at utsteder av legitime årsaker ønsker aksept av forhold som utgjør et mislighold av avtalen, men som enten er uten betydning for obligasjonseierens interesser eller som med sikkerhet vil bli rettet («technical defaults»). Videre kan det tenkes at det oppstår en situasjon der rask handling er påkrevet for å sikre obligasjonseierens interesser, slik at det på grunn av tidsmomentet kan være tapsbringende å måtte avholde et obligasjonseiermøte. Som en naturlig konsekvens av dette gir obligasjonsavtalen tillitsmannen kompetanse til å opptre på obligasjonseierens vegne.

²¹¹ Se eks. Bernt (2002) s. 64.

²¹² Jf. Bernt (2002) s. 62.

²¹³ Debatten er oppsummert i Bernt (2002) s. 63-64. Se også Eckhoff (1991) s.89-90 og Eng (1990) s. 625- 670.

²¹⁴ Jf. Sandvik (1982) s. 321.

²¹⁵ L.c.

5.4.2 Oversikt over kompetansebestemmelsene

Hovedbestemmelsene om tillitsmannens kompetanse finnes i avtalens kapittel 6.1. om «Tillitsmannens oppgaver og myndighet» og kapittel 6.2. om «Erklæring av mislighold, heving og inndrivelse». Tillitsmannen gis dessuten gjennom særbestemmelser enkelte andre beføyelser. Omtalen begrenses imidlertid til hovedbestemmelsene.

Tillitsmannen kan for det første «med bindende virkning for obligasjonseierne» treffe «beslutninger vedrørende Avtalen, herunder foreta endringer i Avtalen», jf. avtalens pkt. 6.1.3. Denne kompetansen er underlagt tre materielle skranker. Av bestemmelsen selv fremgår at den kun kan tjene som kompetansegrunnlag såfremt den aktuelle beslutningen «etter Tillitsmannens vurdering ikke vesentlig forringer Obligasjonseiernes rettigheter eller interesser etter Avtalen». Videre følger det av bestemmelsen i avtalens pkt. 6.1.5 at beslutninger etter pkt. 6.1.3 ikke kan angå forhold som nevnt i avtalens pkt. 5.3.5. Dette er saker som krever kvalifisert flertall på obligasjonseiermøtet.²¹⁶ Unntaket er hvis beslutningen tar sikte på å rette «åpenbare uriktigheter, uklarheter eller ufullstendigheter». Endelig kan tillitsmannen ikke fatte beslutninger som «er egnet til å gi enkelte obligasjonseiere eller andre en urimelig fordel på andre obligasjonseieres bekostning», jf. avtalens pkt. 6.1.6.²¹⁷

For det andre kan tillitsmannen fatte beslutninger «i andre tilfeller enn nevnt i pkt. 6.1.3.», jf. obligasjonsavtalens pkt. 6.1.4. Ordlyden «i andre tilfeller» må innebære at tillitsmannen med hjemmel i denne bestemmelsen kan ta beslutninger selv om de har et innhold som kan «vesentlig forringe» obligasjonseiernes rettigheter eller interesser. Til gjengjeld oppstilles det et prosessuelt vilkår for at denne kompetansen skal kunne benyttes. Bestemmelsen krever at obligasjonseierne gis et forhåndsvarsel om hva som skal endres ved avtalen, og tillitsmannens vurdering av denne endringen. Dersom en av obligasjonseierne protesterer skriftlig, så kan ikke tillitsmannen alene foreta beslutningen. Etter avtalens system blir konsekvensen av en protest at saken i stedet må behandles på obligasjonseiermøtet. Videre er kompetansen som kan utøves med hjemmel i avtalens pkt. 6.1.4, på samme måte som kompetansen etter pkt. 6.1.3, underlagt de materielle skrankene som følger av pkt. 6.1.5 og 6.1.6.

For det tredje kan tillitsmannen, foruten å ta beslutninger vedrørende avtalen med hjemmel i henholdsvis avtalens pkt. 6.1.3 og 6.1.4, etter avtalens pkt. 6.1.2 «ta ethvert skritt for å ivareta Obligasjonseiernes rettigheter i alle forhold som har sitt grunnlag i Avtalen». Som aktuelle «skritt» kan blant annet tenkes det å gjøre obligasjonseiernes rettigheter gjeldende overfor utsteder gjennom søksmål, fullbyrdelse av sikkerhetsretter eller erklæring av mislighold.

²¹⁶ Jf. avsnitt 6.2.

²¹⁷ Jf. avsnitt 6.4 om den likelydende bestemmelsen for obligasjonseiermøtet.

Det kan spørres hva som egentlig er forskjellen mellom kompetansen som følger av – på den ene siden – pkt. 6.1.2 og – på den andre siden – pkt. 6.1.3 og 6.1.4. En forskjell ligger i begrepsbruken. Førstnevnte bestemmelse gjelder hvilke «skritt» tillitsmannen kan ta, mens sistnevnte bestemmelser taler om «beslutninger». Hvis avtalens oppbygning her skal gi noen mening, så må man tilsynelatende skille mellom hva tillitsmannen gjør og hva tillitsmannen beslutter. Dette kan synes kunstig hvis man hevder at alle handlinger tillitsmannen foretar seg krever en forutgående beslutning, og gir således neppe en anvendbar avgrensning. Ser man derimot nærmere på ordlyden, så gjelder pkt. 6.1.3 og 6.1.4 beslutninger «vedrørende Avtalen», mens pkt. 6.1.2 gjelder skritt «for å ivareta Obligasjonseierens rettigheter i alle forhold som har sitt grunnlag i Avtalen». Den reelle forskjellen må da være at beslutninger som innebærer *en endring* av obligasjonseierens rettigheter, enten gjennom endring av selve avtalen eller ved aksept av brudd på avtalen, reguleres av kompetansebestemmelsene i pkt. 6.1.3 og 6.1.4, mens skritt som foretas *for å ivareta* obligasjonseierens rettigheter reguleres av bestemmelsen i pkt. 6.1.2.

Videre er det også et spørsmål hvordan bestemmelsen i pkt. 6.1.2 forholder seg til bestemmelsen i pkt. 6.2.1. Bestemmelsene er etter sin ordlyd tilsynelatende nokså like. Tillitsmannen kan med hjemmel i pkt. 6.1.2 foreta «ethvert skritt» for å ivareta obligasjonseierens «rettigheter i alle forhold som har sitt grunnlag i Avtalen», mens bestemmelsen i pkt. 6.2.1 gir adgang til å gjennomføre «ethvert tiltak» som er påkrevd for å ivareta obligasjonseierens «interesser». Forskjellen er at pkt. 6.2.1 oppstiller som et prosessuelt vilkår for gjennomføring av «tiltak» at det foreligger «forhold som nevnt i pkt. 3.8». Avtalens pkt. 3.8 gjelder «Mislighold av obligasjoner» og angir i pkt. 3.8.1 hvilke omstendigheter som kan regnes som mislighold.²¹⁸ Således krever bestemmelsen at det foreligger et mislighold i avtalens forstand.

Det nærmere spørsmål blir om bestemmelsen i pkt. 6.2.1 kun er av klargjørende karakter, eller om den må oppfattes som en spesialbestemmelse som regulerer tillitsmannens kompetanse til å gjøre gjeldende misligholdsbeføyelser mot utsteder. Dersom sistnevnte forståelse legges til grunn, vil dette innebære at det prosessuelle vilkåret i pkt. 6.2.1 må være oppfylt for at tillitsmannen skal kunne foreta slike handlinger som nevnes i bestemmelsen.

Sammenhengen mellom pkt. 6.1.2 og pkt. 6.2.1 taler for sistnevnte forståelse. Det er kun ved et slikt resultat at det prosessuelle vilkåret i pkt. 6.2.1 vil få noen virkning. I samme retning taler hensynet til obligasjonseierne. Med mindre det foreligger mislighold, vil ikke disse være tjent med at det gjøres gjeldende misligholdssanksjoner mot utsteder. Tilsvarende vil det naturligvis være en fordel for utsteder ikke å måtte håndtere

²¹⁸ Såkalte «events of default», se Prime (1990) 287-296 og Wood (2007a) s. 99-119 og 240-242 om slike bestemmelser i obligasjonslån generelt.

ugrunnede påberopelse av denne typen sanksjoner, hvilket jo også er et av formålene med kreditorsidens struktur.²¹⁹

På den annen side vil det neppe kunne sies å «ivareta» obligasjonseierens rettigheter, jf. avtalens pkt. 6.1.2, dersom tillitsmannen gjør gjeldende misligholdssanksjoner mot utsteder uten at det foreligger mislighold. Således kan det hevdes at det er unødvendig å anse bestemmelsen i pkt. 6.2.1 som en spesialbestemmelse, siden en tilsvarende begrensning følger allerede av en tolkning av pkt. 6.1.2. Til det kan man for det første si at pkt. 6.2.1, ved å kreve at en omstendighet i pkt. 3.8 foreligger, gir et klarere kriterium for å avgrense tillitsmannens kompetanse. For det andre tar også bestemmelsen, ved å vise til pkt. 3.8, eksplisitt hensyn til utsteder ved at han da faktisk må være i mislighold for å bli utsatt for pågang. I forhold til bestemmelsen i pkt. 6.1.2 er det kun obligasjonseierens forhold som er relevante. For det tredje gir det klarhet i avtalen dersom man oppfatter pkt. 6.2.1 som en spesialbestemmelse. Bestemmelsen i pkt. 6.2.1 bør derfor anses som en spesialbestemmelse, som begrenser tillitsmannens kompetanse etter pkt. 6.1.2 til å gjøre gjeldende misligholdsbeføyelser overfor utsteder.

Resultatet vil nok være av størst betydning for forståelsen av avtalens oppbygning. I praksis vil neppe tillitsmannen, både av kommersielle grunner og på grunn av muligheten for å bli ilagt et erstatningsansvar, påstå misligholdsbeføyelser overfor utsteder der mislighold ikke med rimelig sikkerhet foreligger.

Tillitsmannen kan etter dette sies å ha en vid kompetanse til å ta beslutninger på obligasjonseierens vegne, så lenge disse er i tråd med obligasjonseierens interesser. Selv om tillitsmannen har en vid kompetanse til å opptre på obligasjonseierens vegne, så kan muligheten for å bli erstatningsansvarlig rent faktisk tenkes å begrense hvilke beslutninger og skritt tillitsmannen er villig til å ta uten å ha samtykke fra obligasjonseierne. NTM opplyser for sin del at selskapet så langt som mulig søker å få innhentet dette. I situasjoner som krever snarrådig handling kan tillitsmannen likevel være nødt til å handle etter eget skjønn.²²⁰

²¹⁹ Jf. avsnitt 8.1.1.

²²⁰ Jf. avsnitt 5.3.

6 Obligasjonseiermøtet

6.1 Innledning

Hovedbestemmelsene om obligasjonseiermøtet finnes i obligasjonsavtalens kapittel 5. Obligasjonseiermøtets funksjon er å treffe vedtak. Av den grunn blir en drøftelse av obligasjonseiermøtet en drøftelse av organets kompetanse til å treffe vedtak.²²¹ Siden det er klart at det er *obligasjonseiermøtets* kompetanse som skal drøftes, kan det avgrenses mot spørsmål av personell art. Gjenstand for vurdering blir dermed organets materielle og prosessuelle kompetanse. Der det aktuelle vedtaket ligger innenfor organets kompetanse, vil dette være bindende for samtlige obligasjonseiere, jf. obligasjonsavtalens pkt. 5.1.1.

I avsnitt 6.2 – 6.4 klarlegges utgangspunktene for obligasjonseiermøtets kompetanse gjennom en tolkning av bestemmelsene i avtalens kapittel fem. I avsnitt 6.5 benyttes disse utgangspunktene i en kortfattet analyse av fire utvalgte vedtakstyper, som antas å være blant de vedtakene som kan ha mest inngripende virkninger overfor obligasjonseierne. Formålet med å velge nettopp disse, er å forsøke å belyse grensene for organets kompetanse. Virkningene av at obligasjonseiermøtet overskrider sin kompetanse behandles nedenfor i kapittel 7.

Det kan innledningsvis spørres hvorfor det i det hele tatt opprettes et beslutningsorgan for obligasjonseierne i et obligasjonslån. En grunn kan være at dette gir en praktisk mulighet til å endre vilkårene for lånet. Siden obligasjonslån består av en rekke obligasjoner, ville endring av vilkårene kreve enstemmig tilslutning fra samtlige obligasjonseiere med mindre noe annet fulgte av låneavtalen. I et obligasjonslån vil et slikt enstemmighetskrav generelt være svært upraktisk. Imidlertid kunne man alternativt ha gitt tillitsmannen kompetanse til å ta alle beslutninger vedrørende obligasjonslånet. Obligasjonseierne ville jo da slippe å bruke ressurser på spørsmål som oppstår i forbindelse med obligasjonslånet. Grunnene til at det likevel opprettes et eget beslutningsorgan er innlysende. For det første må det nok antas at investorer generelt vil foretrekke å ha en mulighet til å påvirke hvilke beslutninger som tas mht. et investeringsobjekt, selv om de ikke alltid vil ønske å benytte seg av denne påvirkningsmuligheten. For det andre ville en slik endring i tillitsmannsrollen nok ha ført til at det ble både mer risikabelt og kostnadskrevende å tilby tillitsmannstjenester. Mer risikabelt fordi tillitsmannen da ikke lenger kunne henvise vanskelige avgjørelser til

²²¹ Se avsnitt 5.4.1 om «kompetanse».

obligasjonseiermøtet, og av den grunn nok i større grad ville være eksponert for erstatningsansvar. Mer kostnadskrevende fordi tillitsmannen da selv måtte ha et apparat skikket til å ta kommersielle avgjørelser. En naturlig følge av en økning i risiko og kostnader vil være at prisen på tillitsmannstjenester blir vesentlig høyere, noe som igjen ville øke kostnaden ved å ta opp obligasjonslån. At man i dag har et obligasjonseiermøte, kan tyde på at man ikke ønsker at tillitsmannen skal ha en slik rolle, herunder de økte kostnadene som må antas å følge med dette.

6.2 Prosessuell kompetanse

Obligasjonseiermøtet defineres under avtalens pkt. 2 som et «Møte av Obligasjonseiere avholdt i henhold til Avtalens kap 5.» I likhet med generalforsamlingen i et aksjeselskap eller allmennaksjeselskap²²² er ikke obligasjonseiermøtet et konstant organ, men et enkeltstående møte som avholdes etter innkalling fra en innkallingsberettiget. Man kan si at karakteristikken av obligasjonseiermøtet som et organ, må forstås som en henvisning til beslutningsreglene for det enkelte obligasjonseiermøte.²²³ I det følgende skal det gis en oversikt over de prosessuelle bestemmelsene som gjelder for organet.

Avtalens kapittel 5.2 inneholder *bestemmelser som angår «innkalling og gjennomføring av Obligasjonseiermøte»*. Sentralt her er hvem som kan begjære at det avholdes obligasjonseiermøte. Det følger av bestemmelsen i avtalens pkt. 5.2.1 at denne retten tilkommer utsteder, obligasjonseiere som representerer minst en tidel av stemmeberettigede obligasjoner, tillitsmannen eller markedsplassen. Tillitsmannen har i utgangspunktet ansvaret for at det innkalles til obligasjonseiermøte etter at begjæringen er mottatt, jf. avtalens pkt. 5.2.2. Dersom tillitsmannen ikke sender en innkallelse innen ti dager etter å ha mottatt begjæringen, kan den som begjærte obligasjonseiermøtet selv gjøre dette, jf. avtalens pkt. 5.2.3. Hvis dette var utsteder eller en eller flere obligasjonseiere, så kan det stilles spørsmålstegn ved hvordan disse rent praktisk skal make å innkalle samtlige obligasjonseiere til et møte. Verken utsteder eller obligasjonseierne vil ha innsyn i eierforholdene i VPS, og det vil heller ikke foreligge adresselister eller liknende.

I lån der NTM er tillitsmann, skjer innkalling via to kanaler, jf. avtalens pkt. 4.8.1. For det første vil NTM sende innkalling til den som er registrert som eier av obligasjoner i VPS (NTM har i kraft av bestemmelsen i obligasjonsavtalens pkt. 7.1.1 (c) fullmakt til å innhente opplysninger om eierforholdene i obligasjonslånet). For det andre vil NTM legge ut informasjon om det forestående obligasjonseiermøtet på sitt eget informasjonsdelingssystem Stamdata.²²⁴ Grunnen til dette er at obligasjonen(e) kan være registrert

²²² Jf. Andenæs (2007) s. 171.

²²³ Jf. Andenæs (2007) s. 171 om tilsvarende betraktning for generalforsamlingen i aksjeselskap.

²²⁴ Informasjonssystemet er webbasert, se www.stamdata.no.

på forvalterkonti i VPS,²²⁵ slik at hvem som er den reelle obligasjonseier kun vil fremgå av interne registre hos forvalteren. For å sikre at informasjonen når frem til slike obligasjonseiere, publiseres derfor innkallingen også i dette systemet.

Obligasjonseiermøtet avholdes som hovedregel i lokaler anvist av tillitsmannen, jf. avtalens pkt. 5.2.8, og obligasjonseierne, tillitsmannen og markedsplassen har adgang til å møte (men også andre kan gis adgang), jf. avtalens pkt. 5.2.10. Obligasjonseierne har dessuten rett til å la seg representere ved en fullmektig, jf. avtalens pkt. 5.2.10 tredje punktum. Avtalen kan gi et inntrykk av obligasjonseiermøter som et møte der en stor forsamling av obligasjonseiere eller deres representanter stiller opp for å avgi sine stemmer. I praksis er det uvanlig med et stort fysisk oppmøte. Ofte vil den enkelte obligasjonseier gi tillitsmannen fullmakt til å opptre på sine vegne, og instruere om hvilken stemme som skal avgis. Særlig for utenlandske investorer vil dette være det praktiske alternativet til fysisk oppmøte.

Avtalens kapittel 5.3 inneholder *bestemmelser som angår «vedtak på Obligasjonseiermøtet»*. Av pkt. 5.3.1 følger at det er obligasjonseierne som kan stemme på obligasjonseiermøtet.²²⁶ Videre må minst halvparten av de stemmeberettigede obligasjonene²²⁷ være representert for at møtet skal være vedtaksdyktig, jf. avtalens pkt. 5.3.3 som oppstiller en såkalt quorum-regel.²²⁸ Kravet om tilstrekkelig representasjon kan sies å sikre at de vedtakene som treffes i rimelig grad er representative for obligasjonseierne oppfatninger, uten at representasjonskravet settes så høyt at det svekker obligasjonseiermøtets beslutningseffektivitet.

Dersom kravet til representasjon etter pkt. 5.3.3 ikke er oppfylt, kan det imidlertid innkalles til et såkalt *gjentatt obligasjonseiermøte etter bestemmelsene i delkapittel 5.4*. Møtets kompetanse er begrenset til «samme sak», jf. avtalens pkt. 5.4.1, hvilket må forstås som den saken som ble behandlet på det forutgående obligasjonseiermøtet. På det forutgående møtet vil det alltid bli fattet et vedtak, som imidlertid ikke er bindende. Forskjellen er at det gjentatte obligasjonseiermøtet i behandlingen av denne saken vil være vedtaksdyktig selv om «mindre enn halvparten» av de stemmeberettigede obligasjoner er representert, jf. avtalens pkt. 5.4.2. De mulige ulempene ved at representasjonskravet lempes er neppe store så lenge kompetansen til det gjentatte obligasjonseiermøtet er avgrenset og obligasjonseierne tidligere har hatt anledning til å stemme over saken.

²²⁵ Se avsnitt 8.3 om skillet mellom enkeltkonti og forvalterkonti.

²²⁶ Se avsnitt 4.4 om obligasjonseierne adgang til å stemme.

²²⁷ Se avsnitt 4.4 om hvilke obligasjoner som er «stemmeberettigede».

²²⁸ Jf. Aarbakke (2004) s. 310.

Et spørsmål er om man må forstå formuleringen «mindre enn halvparten» slik at det er tilstrekkelig at kun én obligasjonseier møter opp, eller om minst to må møte. Man kan, i favør av sistnevnte forståelse, hevde at det virker unaturlig å betegne noe som et (gjentatt) obligasjonseiermøte hvis kun en obligasjonseier er representert. I engelsk praksis kreves det visstnok at minst to obligasjonseiere er til stede på et slikt gjentatt møte for at det skal kunne fatte vedtak.²²⁹ På den annen side er det etter bestemmelsens ordlyd kun et krav om at «obligasjoner», og ikke obligasjonseiere som sådan, skal være representert. Ordlyden taler derfor for den førstnevnte forståelsen. Også i praksis er bestemmelsen forstått slik at det er tilstrekkelig at en obligasjonseier møter for at det gjentatte obligasjonseiermøtet skal være vedtaksført. Tatt i betraktning disse momentene, bør det nok legges til grunn at det er tilstrekkelig at én obligasjonseier møter.

Vedtak på obligasjonseiermøtet krever etter avtalens pkt. 5.3.4 som hovedregel alminnelig flertall. På samme måte som i aksjeselskap,²³⁰ kan reguleringen antas å være begrunnet i hensynet til beslutningseffektivitet. En slik regulering kan også ha ulemper. Tatt i betraktning at møtet vil være vedtaksført så lenge minst halvparten av de stemmeberettigede obligasjonene er representert, så kan en flertallsregel gjøre det mulig for en mindre, men organisert gruppe av obligasjonseiere å undertrykke de øvrige obligasjonseierne.²³¹ Tradisjonelt har man redusert denne muligheten gjennom å oppstille et krav om kvalifisert flertall ved endring av mer fundamentale obligasjonseierrettigheter.²³² Dessuten vil et krav om kvalifisert flertall gi minoritetsobligasjonseiere et visst vern mot majoriteten.

Det er nok disse hensynene i kombinasjon som er begrunnelsen for at obligasjonsavtalens pkt. 5.3.5 oppstiller et krav om kvalifisert flertall for visse beslutninger. Vedtak som er av betydning for obligasjonenes kontantstrøm, eller som går ut på skifte av debitor eller tillitsmann, krever en tilslutning på minst 2/3 av de avgitte stemmene. Likevel vil det etter reglene ovenfor kunne være tilstrekkelig å kontrollere knapt mer enn en tredjedel av de stemmeberettigede obligasjonene for å få fattet også slike vedtak på et alminnelig obligasjonseiermøte. Et spørsmål er om beslutninger som krever kvalifisert flertall i det hele tatt kan vedtas på et gjentatt obligasjonseiermøte. Da vil det i så fall teoretisk kunne være tilstrekkelig å eie en obligasjon for å få vedtatt slike beslutninger på det gjentatte møtet (så fremt ingen andre stemmer avgis). Spørsmålet drøftes ikke videre her.

²²⁹ Jf. Prime (1990) s. 308.

²³⁰ Jf. Andenæs (2006) s. 306.

²³¹ Jf. Prime (1990) s. 308.

²³² Jf. Prime (1990) s. 308.

De vedtakene som treffes gjennomføres av tillitsmannen, jf. avtalens pkt. 5.3.7, og skal meddeles utsteder, obligasjonseierne og markedsplassen, jf. avtalens pkt. 5.3.8.

6.3 Materiell kompetanse

Obligasjonsavtalen inneholder ingen bestemmelser som etter sin ordlyd spesifikt tar sikte på å regulere *hva* obligasjonseiermøtet har kompetanse til å vedta. Imidlertid har delkapittelet 5.1 overskriften «Obligasjonseiermøtets myndighet». De øvrige delkapitlene angår *hvordan* obligasjonseiermøtets kompetanse skal utøves, jf. avsnittet ovenfor, og forutsetter således klart at obligasjonseiermøtet har kompetanse. Både delkapittelets overskrift, og den interne sammenhengen med de øvrige delkapitlene i kapittel 5, må dermed innebære at det er i dette delkapittelet vi finner grunnlaget for obligasjonseiermøtets kompetanse. Nærmere må obligasjonseiermøtets kompetanse da følge av bestemmelsen i pkt. 5.1.1, som er delkapittelets eneste bestemmelse. Bestemmelsen lyder slik:

«Obligasjonseiermøtet er obligasjonseierfellesskapets øverste organ. Dersom Obligasjonseiernes beslutning eller samtykke er nødvendig etter Avtalen eller etter lov, treffes vedtak om dette på Obligasjonseiermøte. Vedtak truffet på Obligasjonseiermøte er bindende og gjelder for alle Obligasjoner.»

I bestemmelsens første setning slås det fast at obligasjonseiermøtet er «obligasjonseierfellesskapets øverste organ». Liknende formuleringer benyttes ofte for å angi et organs kompetanse innad i en organisasjon. Dette er eksempelvis tilfellet i aksjeselskaps- og selskapslovgivningen. Særlig må det ha betydning at dette er tilfellet for aksjeselskap, siden strukturen i et aksjeselskap ligner kreditorsidens struktur i et obligasjonslån, og denne likheten er tilsiktet.²³³

For aksjeselskap følger det av aksjeloven § 5-1 første ledd at «Gjennom generalforsamlingen utøver aksjeeierne *den øverste myndighet i selskapet*». For selskaper følger det av selskapslovens § 2-8 første ledd at «selskapsmøtet er *selskapets øverste myndighet*».

Det er da grunn til å anta at reguleringen i pkt. 5.1.1 første setning har som formål å angi omfanget av obligasjonseiermøtets kompetanse. Etter min mening er det derfor hensiktsmessig å la drøftelsen ta utgangspunkt i en tolkning av denne.

Bestemmelsens ordlyd gir opphav til to tolkningsspørsmål som begge kan være av betydning for hva obligasjonseiermøtet kan beslutte. For det første er det et spørsmål hva det innebærer at obligasjonseiermøtet er «obligasjonseierfellesskapets ... organ». For det andre er det et spørsmål hvilken betydning det har at obligasjonseiermøtet er det «øverste

²³³ Jf. avsnitt 1.2.

organet» i dette fellesskapet. I tolkningen vil det bli benyttet argumenter fra forståelsen av aksjeloven § 5-1 første ledd. Dette fordi formuleringene er nokså like, fordi bestemmelsene tar sikte på å regulere analoge forhold, og fordi man i praksis ser hen til aksjeloven ved uklarhet knyttet til forståelsen av obligasjonsavtalens organisatoriske bestemmelser.

Obligasjonseiermøtet er «*obligasjonseierfellesskapets ... organ*». Ordlyden kan vanskelig forstås annerledes enn at den tar sikte på å opprette en kopling mellom organet og dette fellesskapet. Spørsmålet er hvilken betydning man skal tillegge koplingen. En mulig tolkning er at obligasjonseiermøtets kompetanse skal være saklig avgrenset til forhold som angår obligasjonseierfellesskapet. For at bestemmelsen skal gi noen mening, så bør en slik forståelse legges til grunn. Et ytterligere argument for en slik tolkning, er oppfatningen av aksjeloven § 5-1 første ledd. Lovbestemmelsen er forstått slik at generalforsamlingen kan treffe vedtak i *selskapssaker*.²³⁴ Det som da må avgjøres, er hvilke forhold som angår obligasjonseierfellesskapet, eller, sagt med andre ord, hvilke saker som er «obligasjonseierfellesskapssaker». Dette vil bero på om det kan påvises karakteristikk ved obligasjonseierfellesskapet som kan tjene som avgrensningsmarkører.²³⁵

For det første vil obligasjonseierfellesskapet være tilknyttet et spesifikt obligasjonslån. Av dette må man kunne slutte at saker som angår annet enn det konkrete lånet, ikke vil være et anliggende som angår obligasjonseierfellesskapet.

For det andre består obligasjonseierfellesskapet av obligasjonseierne i det aktuelle lånet, jf. avtalens pkt. 7.1.1 (d). Dette taler for at det må foretas en ytterligere avgrensning, slik at det er saker vedrørende obligasjonseiernes rettigheter og plikter i det aktuelle lånet som kan sies å angå obligasjonseierfellesskapet. Støtte for en slik avgrensning kan finnes i avtalen. For det første følger det av avtalens pkt. 5.1.1 siste setning at obligasjonseiermøtets vedtak «gjelder for alle Obligasjoner». For andre kan gir også obligasjonsavtalens pkt. 7.3.1 sammenholdt med pkt. 5.1.1 annen setning en viss støtte. Av pkt 7.3.1 fremgår at endring av avtalens bestemmelser bare kan foretas med «samtykke» fra partene i avtalen. Obligasjonseierne gir sitt samtykke gjennom vedtak på obligasjonseiermøtet, jf. avtalens pkt. 5.1.1 annen setning. Motsatt vil det dermed ligge utenfor obligasjonseiermøtets kompetanse å treffe beslutninger som krever utsteders eller tillitsmannens samtykke uten deres medvirkning, altså beslutninger som går ut på endring av annet enn obligasjonseiernes rettigheter og plikter. I samme retning taler virkningene en slik avgrensning vil ha. For obligasjonseierne vil den eksempelvis innebære at der et selskap har tatt opp to obligasjonslån, og de eier obligasjoner i begge lån, så vil ikke

²³⁴ Jf. Aarbakke (2004) s. 310 og 319.

²³⁵ Generelt om obligasjonseierfellesskap, se avsnitt 4.2.

obligasjonseiermøtet i det ene lånet kunne fatte vedtak med virkning for obligasjonene i det andre lånet. For utsteder vil virkningen være at obligasjonseiermøtet overfor ham ikke har noen heteronom kompetanse (med mindre han også er obligasjonseier). For tillitsmannen vil virkningen være at obligasjonseiermøtets kompetanse overfor ham er begrenset til hva som følger av obligasjonsavtalen, jf. nedenfor. Disse virkningene må nok antas å være i tråd med såvel obligasjonseierne som utstederens og tillitsmannens forutsetninger – det ville være meget inngripende for samtlige om obligasjonseiermøtets kompetanse ikke skulle være avgrenset på denne måten. Tatt i betraktning disse momentene, må avgrensningen etter mitt syn legges til grunn.

For det tredje må det da spørres hva som vil være obligasjonseierne rettigheter og plikter i det aktuelle lånet. Obligasjonseierne er kreditorer og fullmaktsgivere. I egenskap av å være kreditorer, har obligasjonseierne rettigheter overfor utsteder. I egenskap av å være fullmaktsgivere, har obligasjonseierne rettigheter og plikter overfor tillitsmannen. Således bør det mer presist sies at det er saker vedrørende obligasjonseierne rettsforhold overfor henholdsvis utsteder og tillitsmann som angår obligasjonseierfellesskapet. Mer tvilsomt er det om obligasjonseierne rettsforhold til tredjemenn angår obligasjonseierfellesskapet. Man kan eksempelvis tenke seg at det på obligasjonseiermøtet fattes vedtak om at samtlige obligasjoner i lånet skal selges til utenforstående, eller at adgangen til omsetting av obligasjoner skal begrenses. Spørsmålet belyses kort gjennom en drøftelse av førstnevnte problemstilling i avsnitt 6.5.4.

Etter dette kan man si at obligasjonseiermøtets materielle kompetanse i utgangspunktet omfatter saker som angår 1) obligasjonseierne rettsforhold 2) overfor utsteder og tillitsmannen 3) i det aktuelle obligasjonslånet. Saker som oppfyller disse vilkårene må nokså klart anses som «obligasjonseierfellesskapssaker».

Koplingen til obligasjonseierfellesskapet må antakelig også innebære at obligasjonseiermøtet ikke kan fatte vedtak som er i strid med likhetsprinsippet som gjelder innad i fellesskapet, jf. avtalens pkt. 7.1.1 (d) (i). Siden prinsippet har fått en klar utforming ved bestemmelsen i pkt. 5.3.6, henviser jeg til drøftelsen av denne i avsnitt 6.4 nedenfor.

Videre er obligasjonseiermøtet det «*øverste organet*» i obligasjonseierfellesskapet. Tillitsmannen er den andre aktøren med beslutningskompetanse innenfor obligasjonseierfellesskapet.²³⁶ Bestemmelsen innebærer dermed mer presist at obligasjonseiermøtet er overordnet tillitsmannen. Det nærmere spørsmålet er hvilken betydning denne posisjonen har for organets kompetanse. Avtalen gir her ingen nærmere veiledning. Aksjeloven § 5-1 første ledd stadfester på tilsvarende måte

²³⁶ Jf. avsnitt 5.4.

generalforsamlingens posisjon som øverste myndighet i selskapet. I tolkningen vil jeg derfor bygge på forståelsen av denne bestemmelsen.

For det første er det enighet om at generalforsamlingens posisjon i et aksjeselskap innebærer at dets kompetanse er *negativt avgrenset*, dvs. at organet kan avgjøre alle saker som gjelder selskapet og som ikke hører under noen av de øvrige organer.²³⁷ Spørsmålet er om obligasjonseiermøtets kompetanse skal avgrenses på samme måte. Obligasjonsavtalen mangler en positiv oppregning av vedtak obligasjonseiermøtet kan fatte, hvilket med tyngde taler for at obligasjonseiermøtets kompetanse skal være negativt avgrenset. Bestemmelsen i avtalens pkt. 5.1.1 annen setning kan her imidlertid skape usikkerhet. Av denne følger at obligasjonseiermøtet skal treffe vedtak der obligasjonseierne beslutning eller samtykke er «nødvendig». «Nødvendig» vil vel obligasjonseierne medvirkning først være dersom tillitsmannen ikke har tilstrekkelig kompetanse. Bestemmelsen kan derfor forstås dithen at obligasjonseiermøtet kun kan treffe vedtak dersom det er «nødvendig» i denne forstand. Å tillegge bestemmelsen en slik betydning ville imidlertid harmonere dårlig med obligasjonseiermøtets stilling som «øverste organ» og tillitsmannens rolle som obligasjonseierne fullmektig. Det riktige må være å se pkt. 5.1.1 annen setning som en presisering av pkt. 5.1.1 første setning. I mangel av andre holdepunkter, må det da legges til grunn at obligasjonseiermøtets materielle kompetanse er *negativt avgrenset*. Et eksempel på at obligasjonsavtalen unndrar et forhold fra organets kompetanse, er bestemmelsen om rentefastsettelse i pkt. 4.5.1 (som nok må forstås slik at en eventuell fastsettelse kun kan foretas av tillitsmannen).

For det andre er det enighet om at generalforsamlingens posisjon i aksjeselskap innebærer at organet «kan instruere andre selskapsorganer, omgjøre deres beslutninger eller direkte treffe avgjørelser i andre selskapsorganers saker med mindre loven på særskilte områder fratar generalforsamlingen denne myndigheten».²³⁸ Spørsmålet i vårt tilfelle blir om tilsvarende skal gjelde i forholdet mellom obligasjonseiermøtet og tillitsmannen. Hva gjelder instruksjonsrett, tilsier allerede tillitsmannens stilling som fullmektig at obligasjonseiermøtet har en slik rett overfor ham. Bestemmelsen i avtalens pkt. 5.3.7 taler også for instruksjonsadgang. I samme retning fremheves av Brækhus at «De beslutninger som obligasjonseiermøtet treffer, er bindende for tillitsmannen ... selv om denne kunne ha avgjort saken uten først å forelegge den for møtet».²³⁹ Det kan dermed ikke være tvilsomt at obligasjonseiermøtet kan instruere tillitsmannen. Obligasjonseiermøtet må nok også prinsipielt ha en adgang til å omgjøre tillitsmannens

²³⁷ Jf. Aarbakke (2004) s. 310 og 319 jf. Andenæs (2006) s. 294.

²³⁸ Aarbakke (2004) s. 310-311 jf. Andenæs (2006) s. 294.

²³⁹ Brækhus (2005) s. 362.

beslutninger. Imidlertid må omgjøringsretten, på samme måte som for generalforsamlingen,²⁴⁰ være betinget av at ingen ervervet rett er til hinder. Denne begrensningen kan sies å følge av at tillitsmannen er obligasjonseierne fullmektig, og at obligasjonseierne dermed blir bundet av de avtaler tillitsmannen inngår på deres vegne innenfor fullmaktens grenser, jf. avtaleloven § 10 første ledd.²⁴¹ Endrer eksempelvis tillitsmannen obligasjonsavtalen ved overenskomst med utsteder, må det sies at utsteder med det erverver en rett. Denne beslutningen kan da neppe ensidig omgjøres av obligasjonseiermøtet. Men dersom tillitsmannen går til søksmål på obligasjonseierne vegne, må obligasjonseiermøtet kunne beslutte å trekke dette. I dette tilfellet vil ingen ha ervervet en rett som følge av tillitsmannens beslutning.²⁴² Hvorvidt obligasjonseiermøtet likevel ikke skal ha en omgjørings- eller instruksjonsadgang i det enkelte tilfellet, beror på en tolkning av det aktuelle kompetansegrunnlaget for tillitsmannens disposisjon.

Etter dette kan det legges til grunn at obligasjonseiermøtet kan fatte vedtak i saker som angår obligasjonseierfellesskapet, jf. ovenfor, med mindre annet følger av obligasjonsavtalen. Videre kan organet instruere tillitsmannen og - dersom en ervervet rett ikke er til hinder - omgjøre dennes beslutninger

6.4 Begrensninger i den materielle kompetansen

6.4.1 Innledning – avtalens pkt. 5.3.6

Obligasjonsavtalen fastsetter én begrensning i obligasjonseiermøtets materielle kompetanse. Denne fremgår av avtalens pkt. 5.3.6, hvorav det følger at:

«Obligasjonseiermøtet kan ikke treffe vedtak som er egnet til å gi enkelte Obligasjonseiere eller andre en urimelig fordel på andre Obligasjonseieres bekostning».

Bestemmelsen rammer således vedtak med et visst innhold. Det er derfor den innebærer en begrensning i obligasjonseiermøtets materielle kompetanse, altså *hva* obligasjonseiermøtet kan beslutte. Det er vedtakets virkninger for minoriteten som er avgjørende for om bestemmelsen kommer til anvendelse.²⁴³ Av den grunn kan det antas at bestemmelsens formål er å gi et minoritetsvern.

Det kan spørres hvorfor man har funnet det nødvendig å begrense obligasjonseiermøtets kompetanse på denne måten. Som nevnt fatter obligasjonseiermøtet sine beslutninger ved alminnelig eller kvalifisert flertall.²⁴⁴ Et flertallsprinsipp gir

²⁴⁰ Jf. Aarbakke (2004) s. 320 jf. Andenæs (2006) s. 294.

²⁴¹ Jf. avsnitt 5.2.

²⁴² Her må det gjøres et forbehold for advokatutgifter.

²⁴³ Jf. avsnitt 6.4.3.

²⁴⁴ Jf. avsnitt 6.2.

beslutningseffektivitet, men åpner også for at flertallet kan misbruke sin kompetanse til å gi seg selv eller andre særfordeler på minoritetens bekostning.²⁴⁵ Av denne grunn er det behov for at minoriteten gis et vern mot majoriteten. Imidlertid er det ikke dermed sagt at minoriteten *må* gis et vern. Man kunne alternativ tenke seg at obligasjonseierne i obligasjonsavtalen eksplisitt godtok at obligasjonseiermøtet vedtak i alle tilfeller skulle være bindende for dem (uten en eksplisitt vedtakelse ville det nok være nærliggende at urimelige vedtak ble tilsidesatt ved en eventuell etterfølgende domstolskontroll, selv uten direkte hjemmel i avtalen).²⁴⁶ Når avtalen likevel begrenser obligasjonseiermøtets kompetanse overfor minoriteten, så kan dette tenkes å ha flere begrunnelser. En prinsipiell begrunnelse kan være at det anses som uønsket og urettferdig å la en majoritet ta styringen over en minoritet på en skadelig måte, så lenge minoriteten også har bidratt økonomisk i obligasjonslånet. En mer praktisk begrunnelse er at et minoritetsvern kan være et moment som gjør det attraktivt å investere i minoritetsposisjoner i obligasjonslånet, både ved etableringen av lånet og ved etterfølgende omsetning. Hvilken begrunnelse som er den reelle er neppe viktig. Det må uansett legges til grunn at bestemmelsens formål er å gi minoriteten et vern mot majoriteten, jf. ovenfor.

I den nærmere drøftelsen av bestemmelsen vil argumenter fra forståelsen av aksjeloven § 5-21 bli anvendt som tolkningsmomenter. Foruten likheten mellom kreditorsidens struktur i obligasjonslån og strukturen i et aksjeselskap,²⁴⁷ er det særlig grunner til at disse argumentene bør tillegges betydning her. For det første tilsvare avtalens pkt. 5.3.6 etter sin ordlyd i hovedsak aksjeloven § 5-21, hvorav det følger at «Generalforsamlingen kan ikke treffe noen beslutning som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning». Videre begrenser aksjeloven § 5-21 generalforsamlingens materielle kompetanse,²⁴⁸ slik avtalens pkt. 5.3.6 begrenser obligasjonseiermøtets kompetanse. Endelig er begrunnelsene for bestemmelsen de samme som kan tenkes for avtalens pkt. 5.3.6. På generalforsamlingen treffes de fleste avgjørelser ved flertallsbeslutninger, hvilket åpner for at flertallet kan misbruke sin myndighet. Det er derfor behov for at minoriteten gis beskyttelse.²⁴⁹ I teorien er det også påpekt at et minoritetsvern som sikrer lik behandling av aksjonærene bidrar til å gjøre det attraktivt å investere i minoritetsposter i aksjeselskapet.²⁵⁰ Tatt i betraktning disse likhetene, vil derfor forståelsen av aksjeloven § 5-21 tillegges en viss vekt i det videre.

²⁴⁵ Jf. avsnitt 6.2.

²⁴⁶ Jf. synspunktene i avsnitt 6.4.4.

²⁴⁷ Jf. avsnitt 1.2.

²⁴⁸ Jf. Aarbakke (2004) s. 316 jf. Sandbekk (2002) s. 438.

²⁴⁹ Jf. Truyen (2004) s. 307.

²⁵⁰ Jf. Truyen (2004) s. 310 jf. Sandbekk (2002) s. 441.

Engelske og amerikanske domstoler vil gripe inn der man finner at flertallet i et obligasjonslån har misbrukt sin kompetanse.²⁵¹ Enkelte argumenter fra engelsk rettspraksis anvendes nedenfor.

6.4.2 Hvem er berettiget og forpliktet etter avtalens pkt. 5.3.6?

Spørsmålet er først hvem som er berettiget til å påberope seg bestemmelsen. Etter sin ordlyd rammer bestemmelsen fordeler gitt «på ... obligasjonseieres bekostning», hvilket klart taler for at det er obligasjonseierne som er berettiget. For at bestemmelsen skal gi et effektivt minoritetsvern, er det imidlertid tilstrekkelig at den kan påberopes av de obligasjonseierne hvis interesser berøres negativt av det aktuelle vedtaket. Ordlyden «på ... bekostning» gir støtte for en slik avgrensning. I samme retning taler at aksjeloven § 5-21 på dette punkt er forstått på tilsvarende måte.²⁵² Således må bestemmelsen nok tolkes slik at den kun kan påberopes av obligasjonseiere som berøres negativt av obligasjonseiermøtevedtaket. Dersom disse likevel har stemt for det aktuelle vedtaket, kan det være nærliggende å tolke dette som et samtykke. Aksjeloven § 5-21 er forstått slik at selv om en aksjonær kunne ha påberopt seg bestemmelsen, så vil han anses for å ha gitt avkall på minoritetsvernet dersom han stemmer for det aktuelle vedtaket.²⁵³ En slik tolkning er formålmessig også i obligasjonslån, og legges derfor til grunn, slik at det er et ytterligere vilkår for å være berettiget at man ikke har stemt for vedtaket.

Spørsmålet er så hvem som er forpliktet til å overholde bestemmelsen. Det er obligasjonseierne som stemmer på obligasjonseiermøtet, og som derved avgjør innholdet i obligasjonseiermøtets vedtak. Således er det neppe tvilsomt at det er obligasjonseierne som er forpliktet. Videre relaterer bestemmelsen seg til det enkelte vedtaket som fattes. Derfor er det nærliggende å tolke den slik at denne plikten først aktualiseres ved stemmegivningen, men ikke ellers. En annen tolkning ville neppe heller gi noen mening. At aksjeloven § 5-21 også er forstått slik at plikten til å overholde bestemmelsen inntreffer ved aksjonærene stemmegivning, gir en viss støtte for at dette er en fornuftig tolkning.²⁵⁴ Tatt i betraktning disse momentene, må det nok legges til grunn at det er obligasjonseierne som er forpliktet, og at denne plikten inntreffer ved obligasjonseiernes stemmegivning. Forutsatt at vedtaket det stemmes over ikke har et innhold som strider mot avtalens pkt. 5.3.6, må obligasjonseierne ha adgang til å stemme slik de ønsker. Et tilsvarende prinsipp er slått fast i engelsk rettspraksis.²⁵⁵ I *Goodfellow v Nelson Line*

²⁵¹ Jf. Prime s. 309 jf. Wood (2007a) s. 303 og 309.

²⁵² Jf. Truyen (2004) s. 311.

²⁵³ L.c.

²⁵⁴ Jf. Truyen (2004) s. 308.

²⁵⁵ Jf. Prime (1990) s. 309 jf. Wood (2007a) s. 303 og s. 305 lest i sammenheng.

[1912] 2 ch 324 uttalte retten at «The powers conferred ... on a majority of [bondholders] must, of course, be exercised bona fide ... but, subject to this, each [bondholder] may vote with regard to his individual interests, though these interests may be peculiar to himself and not shared by other [bondholders]» (mine tilføyelser).

6.4.3 Bestemmelsens anvendelsesområde

Av bestemmelsens ordlyd kan man utlede at følgende vilkår må være oppfylt for at den skal komme til anvendelse: Det må 1) foreligge et «vedtak» som er 2) «egnet til å gi» 3) «enkelte Obligasjonseiere eller andre en fordel» som er 4) «urimelig ... på andre Obligasjonseieres bekostning». Vedtak som oppfyller samtlige vilkår vil obligasjonseiermøtet ikke ha kompetanse til å vedta, jf. ordlyden «kan ikke treffe».

For det første må det foreligge et «vedtak». Det er nokså klart at «vedtak» må forstås som ensbetydende med «vedtak truffet etter reglene i obligasjonsavtalens kapittel 5». Det er slike vedtak som er rettslig bindende for obligasjonseierne, og det er derfor overfor disse at minoriteten kan ha behov for vern. I denne retning taler også at aksjeloven § 5-21 er forstått slik at den kommer til anvendelse på «formelle vedtak» fattet av generalforsamlingen.²⁵⁶ Det må dermed foreligge et obligasjonseiermøtevedtak for at bestemmelsen skal komme til anvendelse. Disposisjoner obligasjonseierne foretar utenfor obligasjonseiermøtet faller således, i tråd med konklusjonen ovenfor om at deres plikt til å overholde bestemmelsen inntreffer ved stemmegivningen, utenfor bestemmelsens anvendelsesområde.

For det andre må det aktuelle vedtaket være «egnet til å gi» slike fordeler som rammes av bestemmelsen. Tatt på ordet, innebærer formuleringen at det oppstilles et krav om årsaksevne. Således er det etter ordlyden ikke nødvendig at vedtaket faktisk har ført til at fordeler har blitt gitt, eller at det kan påvises en årsakssammenheng mellom faktisk oppståtte fordeler og vedtaket så lenge vedtaket hadde et innhold som kunne gi en slik virkning. For en slik tolkning taler at den tilsvarende formuleringen i aksjeloven § 5-21 er forstått på samme måte.²⁵⁷ Tolkningen harmonerer dessuten med at majoriteten på beslutningstidspunktet ikke vil kunne ha sikker kunnskap om fremtidige faktiske virkninger, men kun hvilke virkninger som vedtaket kan føre med seg. Hensynet til minoriteten taler i samme retning. For disse vil det være fordelaktig ikke å måtte påvise at en fordel har oppstått eller at det foreligger årsakssammenheng mellom en oppstått fordel og det aktuelle vedtaket. Etter dette må bestemmelsen tas på ordet, slik at det er tilstrekkelig at vedtaket har evne til å forårsake slike fordeler som rammes av bestemmelsen.

²⁵⁶ Jf. Aarbakke (2004) s. 402.

²⁵⁷ Jf. Aarbakke (2004) s. 405 jf. Sandbekk (2002) s. 449-450 jf. Truyen (2004) s. 312-313.

For det tredje må vedtaket være egnet til å gi «enkelte Obligasjonseiere eller andre en ... fordel». Utgangspunkt kan tas i ordlyden «fordel». Formuleringen innebærer etter en alminnelig språklig forståelse en forutsetning om at vedtaket må være egnet til å gi et gode.²⁵⁸ Videre må mottakeren(e) av fordelene være «enkelte Obligasjonseiere eller andre». Personkretsen er ubegrenset, jf. ordlyden «andre». Dermed vil dette kravet alltid være oppfylt dersom vedtaket først er egnet til å gi en «fordel», og gir således ingen ytterligere avgrensning av bestemmelsens anvendelsesområde.²⁵⁹ Av den grunn er det i relasjon til vilkåret her tilstrekkelig å undersøke hvorvidt vedtaket er egnet til å gi en «fordel». Det kan tenkes flere eksempler på vedtak som nokså klart vil oppfylle vilkåret. Vedtak som går ut på å gi utsteder en betalingsutsettelse eller reduksjon av dennes gjeldsforpliktelse (nedskrivning), som samtykker i at obligasjonslånet skal stå tilbake for en annen av utstедers gjeldsforpliktelser, eller som gir enkelte obligasjonseiere fortrinnsrett til betaling fra utsteder, må nok alle sies å være egnet til å gi en «fordel».

Endelig må fordelene være «urimelig ... på andre Obligasjonseieres bekostning». Av ordlyden «på *andre* Obligasjonseieres bekostning» følger at det er vedtakets betydning for minoriteten, altså de av obligasjonseierne som enten stemte i mot vedtaket eller ikke avga stemme, som må vurderes. Formuleringen «på ... bekostning» tilsier videre at det er fordeler med negativ betydning for minoriteten som kan være «urimelige». Det er av denne grunn man kan si at bestemmelsen gir et minoritetsvern.²⁶⁰ Imidlertid taler ordlyden «urimelig» for at de negative virkningene må være av et visst omfang for at vedtaket skal rammes, slik at minoritetsvernet ikke er absolutt i den forstand at minoriteten kan protestere mot vedtak med selv den minste negative virkning. En viss støtte for denne tolkningen gir det at avtalens utgangspunkt er at majoriteten kan binde minoriteten.²⁶¹ Det ville vel være liten realitet i et slikt flertallsprinsipp, dersom enhver negativ virkning for minoriteten skulle være til hinder for at et vedtak skulle fattes. Et ytterligere argument er at aksjeloven § 5-21 er forstått slik at den har som formål å ramme «et reelt misbruk av generalforsamlingens myndighet»²⁶² og at det kreves et «kvalifisert avvik fra en idealnorm før inngrepsterskelen er oversittet».²⁶³ Etter min mening må man nok da tolke bestemmelsen slik at en fordel kan være urimelig først der den fører med seg negative virkninger av et visst omfang for minoriteten. Dermed kan også bestemmelsen mer presist sies å ha som formål å verne minoriteten mot *misbruk* av flertallskompetansen.

²⁵⁸ Sml. Truyen (2004) s. 313 om asl. § 5-21.

²⁵⁹ L.c.

²⁶⁰ Jf. avsnitt 6.4.1.

²⁶¹ Jf. avsnitt 6.2.

²⁶² Sandbekk (2002) s. 452.

²⁶³ Truyen (2004) s. 317.

Spørsmålet er så hvordan man skal avgjøre om et vedtak har en slik negativ betydning for minoriteten at det skal rammes av bestemmelsen. Ordlyden «urimelig» synes å forutsette at det må foretas en konkret vurdering av det enkelte vedtakets virkninger. For en slik tolkning taler at bestemmelsen ikke gir en nærmere anvisning på hvilke momenter som skal være relevante i vurderingen. En viss støtte gir det at også aksjeloven § 5-21 er forstått på denne måten.²⁶⁴ Dermed kan det neppe være tvilsomt at hvorvidt urimelighetskravet er oppfylt, må bero på en konkret vurdering av det enkelte vedtak. Selv om vurderingen er konkret, må det imidlertid kunne oppstilles enkelte retningslinjer. Spørsmålet blir hvordan grensen skal trekkes mellom fordeler som er «urimelige» og fordeler som ikke rammes av bestemmelsen.

Utgangspunkt kan tas i at bestemmelsen må antas å ha som formål å hindre misbruk av flertallskompetansen, jf. ovenfor. Dersom et vedtak utelukkende er egnet til å gi «enkelte Obligasjonseiere eller andre» en fordel på «andre Obligasjonseiers bekostning», så er det nærliggende å konstantere at flertallet søker å berike seg selv eller andre på minoritetens bekostning. I slike tilfeller må nok bestemmelsens formål med tyngde veie for at fordelene skal betraktes som «urimelig». Hvis vedtaket på den annen side også er egnet til føre med seg positive virkninger for samtlige obligasjonseiere, så kan dette derimot tale for at flertallet har benyttet sin kompetanse til gunst for fellesskapet. I disse tilfellene må bestemmelsens formål nok veie for at fordelene ikke skal anses som «urimelig». Dessuten kan det i obligasjonslån oppstå situasjoner hvor det vil være formålsmessig for obligasjonseierne som sådan å gi fordeler til enkelte obligasjonseiere eller andre, jf. nedenfor. Således taler bestemmelsens formål, og obligasjonseiermøtets behov for et tilstrekkelig handlingsrom i visse situasjoner, for at selv fordeler som isolert sett kan gi negative virkninger av et visst omfang for minoriteten, ikke alltid skal anses som «urimelige» dersom vedtaket ellers kan ha positive virkninger for samtlige obligasjonseiere.

En viss støtte for denne tolkningen gir forståelsen av urimelighetskravet i aksjeloven § 5-21. I teorien er det lagt til grunn at generalforsamlingsvedtak som gir en aksjeeier eller utenforstående en fordel på visse aksjeeieres bekostning, ikke vil være urimelig dersom det har «et saklig og forsvarlig grunnlag i selskapets og aksjeeierfellesskapets interesse».²⁶⁵ Med andre ord om er det avgjørende om generalforsamlingsvedtaket, foruten negative virkninger for minoriteten, kan gi virkninger som er tilstrekkelig positive for selskapet eller samtlige aksjonærer.

²⁶⁴ Jf. Aarbakke (2004) s. 404.

²⁶⁵ Aarbakke (2004) s. 404 jf. Sandbekk (2002) s. 452.

Engelsk rettspraksis gir også en viss støtte for at dette er et godt tolkningsresultat. I *British American Nickel Corp Ltd v MJ O'Brien Ltd* [1927] AC 369 hadde majoriteten i et obligasjonslån fattet et vedtak som bl.a. innebar at sikrede obligasjoner skulle byttes i usikrede. Spørsmålet var hvorvidt minoriteten var bundet av vedtaket. Retten uttalte (på s. 371) at «To give a power to modify the terms on which debentures in a company are secured is not uncommon in practice», men slo fast at «There is, however, a restriction of such powers, when conferred on a majority of a special class in order to enable that majority to bind a minority». Retten oppstilte et krav om at «*the power given must be exercised for the purpose of benefiting the class as a whole, and not merely individual members only*» (min uth.). Denne begrensningen i flertallskompetansen er fulgt opp i senere avgjørelser, se eks. *Law Debenture Trust Corp Plc v Concord Trust* [2007] EWHC 1380 [2007] WL 1623384. Antakelig vil restriksjonen ha en tilsvarende virkning som tolkningsresultatet som ble lagt til grunn ovenfor. Dersom flertallet benytter sin kompetanse til å fatte vedtak som utelukkende gir enkelte obligasjonseiere eller andre en fordel, kan kompetansen neppe sies å ha blitt «exercised for the purpose of benefiting the class as a whole». Det er av denne grunn man bør kunne si at engelsk rettspraksis gir en viss støtte for at tolkningsresultatet er fornuftig.

For å få et presist vurderingstema for hvorvidt en fordel er «urimelig», kan man ta utgangspunkt i den overfornevnte forståelsen av aksjeloven § 5-21. I et obligasjonslån vil det ikke eksistere en enhet tilsvarende et aksjeselskap. Hvorvidt et obligasjonseiermøtevedtak er egnet til å gi en «urimelig» fordel, kan da i stedet formuleres som et spørsmål om vedtaket har et saklig og forsvarlig grunnlag i obligasjonseierfellesskapets interesse. Obligasjonseierfellesskapets interesse kan sies å være summen av de individuelle obligasjonseierens interesser. I et obligasjonslån må det antas at samtlige obligasjonseiere har som sin prinsipale interesse å motta utbetalinger fra utsteder i tråd med obligasjonenes vilkår. Der utsteder ikke er i stand til å foreta slike utbetalinger, bør det kunne legges til grunn at det vil være i samsvar med samtlige obligasjonseierens interesser å sikre betaling så langt det er mulig. Man kan derfor si at obligasjonseierfellesskapets interesse er å opprettholde obligasjonenes verdi. Dersom vedtak som gir enkelte obligasjonseiere eller andre en fordel er forsvarlig begrunnet i denne interessen, må man nok legge til grunn at fordelene ikke skal anses som urimelig, selv om den isolert sett har en negativ betydning av et visst omfang for minoriteten.

Bestemmelsen gir anvisning på to konstellasjoner der en fordel kan være «urimelig». Hvilke momenter som nærmere gjør seg gjeldende i urimelighetsvurderingen kan være forskjellig i disse. For det første har man tilfellet der en fordel gis til «enkelte Obligasjonseiere ... på andre Obligasjonseierens bekostning». Ved at en fordel ikke tilkommer samtlige obligasjonseiere, vil det foreligge forskjellsbehandling. Vedtak som gir en slik fordel kan derfor innebære et brudd på likhetsprinsippet som etableres avtalens pkt. 7.1.1 (d) (i),²⁶⁶ hvilket klart vil tale for urimelighet. Dersom en slik forskjellsbehandling er begrunnet i obligasjonseierfellesskapets interesse, kan dette tale for at fordelene likevel ikke er urimelig. I tilknytning til aksjeloven § 5-21 er det antatt at

²⁶⁶ Se avsnitt 4.2 om denne bestemmelsen.

likhetsprinsippet kan fravikes dersom det foreligger en saklig grunn.²⁶⁷ Den samme adgangen bør det også være i obligasjonslån, jf. ovenfor. Dette kan illustreres ved et eksempel: Man kan tenke seg at en obligasjonseier får innfridd sine obligasjoner, mens de resterende obligasjonseierne ikke får utbetalt noe. En slik fordel vil nokså klart være urimelig. Men hvis obligasjonseiermøtet har fattet dette vedtaket fordi den aktuelle obligasjonseieren til gjengjeld vil yte bistand til en utsteder som ellers ikke ville ha klart å betjene obligasjonslånet, så kan vedtaket hevdes å være begrunnet i obligasjonseierfellesskapets interesse slik at fordelene av den grunn ikke er urimelig.

Her kan det bemerkes at VPS rent teknisk er anrettet slik at betalinger fra utsteder automatisk vil bli fordelt forholdsmessig på obligasjonene i et lån. I utgangspunktet hindrer således allerede VPS sine systemer utsteder i å foreta ulik betaling til obligasjonseierne.

For det andre har man tilfellet der en fordel gis til «andre ... på andre Obligasjonseieres bekostning». Her vil det neppe kunne foreligge et brudd på likhetsprinsippet. Imidlertid vil en fordel gitt til andre, enten utenforstående eller utsteder, kunne innebære at obligasjonseiernes rettigheter forringes. Bestemmelsens formål taler klart for at en fordel som innebærer en forringelse av minoritetens rettigheter mot deres vilje kan være «urimelig». I tillegg må det nok tas hensyn til hvor betydelig forringelsen er, og hvilken rettighet den angår. Et eksempel kan her være at flertallet vedtar at obligasjonslånet skal stå tilbake for en annen av utsteders gjeldsforpliktelser. Dersom obligasjonseierne ikke mottar noen motytelse for avgivelsen av en slik fordel, så foreligger det her en ubalanse som taler for at fordelene er urimelig. Men hvis fordelene blir gitt fordi en utenforstående da vil oppkapitalisere en utsteder med økonomiske problemer, slik at denne dermed blir i stand til å betjene obligasjonslånet, så kan vedtaket hevdes å være begrunnet i obligasjonseierfellesskapets interesse slik at fordelene likevel ikke skal være urimelig.

Vedtak som oppfyller samtlige av de fire vilkårene vil obligasjonseiermøtet som nevnt ikke ha kompetanse til å treffe. Et spørsmål er om obligasjonseiermøtet likevel kan treffe et slikt vedtak såfremt de berørte obligasjonseierne samtykker. Dette er antydning ovenfor i avsnitt 6.4.2. Det er obligasjonseierne som er de berettigede etter bestemmelsen. Videre er bestemmelsen del av en avtale. Obligasjonseierne bør derfor ved frivillig disposisjon kunne gi avkall på beskyttelsen bestemmelsen gir og derved utvide obligasjonseiermøtets kompetanse. Til støtte for en slik forståelse kan det også vises til at formuleringen «kan ikke treffe noen beslutning» i aksjeloven § 5-21 antas å måtte leses som «kan ikke uten samtykke fra samtlige berørte aksjonærer treffe vedtak».²⁶⁸

²⁶⁷ Jf. Truyen (2004) s. 309.

²⁶⁸ Aarbakke (2004) s. 402 jf. Andenæs (2006) s. 319.

6.4.4 Andre begrensninger?

Utover avtalens pkt. 5.3.6 oppstiller obligasjonsavtalen ingen ytterligere begrensninger i obligasjonseiermøtets materielle kompetanse. Et spørsmål er om det likevel kan oppstilles andre begrensninger i organets kompetanse. I aksjeselskap begrenses generalforsamlingens kompetanse utenfor området for aksjeloven § 5-21 av «uskrevne myndighetsmisbruksprinsipper».²⁶⁹ Det er uklart om man kan gi slike prinsipper anvendelse i obligasjonslån. Mer nærliggende er det å ta utgangspunkt i at obligasjonseiermøtets kompetanse er avtalebasert. Prinsipielt kan avtaleloven § 36 da komme til anvendelse. Dette er imidlertid neppe praktisk, idet det skal mye til for at bestemmelsen kommer til anvendelse i avtaleforhold mellom profesjonelle parter,²⁷⁰ slik partene i obligasjonslån ofte vil være. En annen mulighet er å ta utgangspunkt i obligasjonseierens forutsetninger. Woxholth gjør dette for foreningsmedlemmer, og fremhever at det må være:

«en kausal, synbar og typisk forutsetning for medlemmene at de styrende organer skal utøve sin materielle kompetanse på en måte som ivaretar visse grunnkrav til rettssikkerhet, likhet og rimelighet. I motsatt fall vil det aktuelle vedtak etter omstendighetene kunne settes til side som ugyldig pga myndighetsmisbruk».²⁷¹

I likhet med obligasjonseierens tilslutning til obligasjonseierfelleskapet, beror foreningsmedlemmens tilslutning til foreningen på avtale. Synspunktet kan derfor ha en overføringsverdi. Problemstillingen forfølges imidlertid ikke videre her.

6.5 Analyse av utvalgte vedtakstyper

Her skal det foretas en kortfattet analyse av fire utvalgte kategorier av vedtak som obligasjonseiermøtet kan tenkes å fatte. Analysespørsmålet er om vedtakene ligger innenfor obligasjonseiermøtets kompetanse. Formålet er å antyde hvordan resultatene fra de foregående drøftelsene kan anvendes i praksis. På bakgrunn av disse man må ta stilling til om vedtaket 1) er fattet i samsvar med de prosessuelle vilkårene, om det 2) ligger innenfor obligasjonseiermøtets materielle kompetanse etter avtalens pkt. 5.1.1, og om det kan 3) rammes av den materielle kompetansebegrensningen i avtalens pkt. 5.3.6.

Hva gjelder de prosessuelle vilkårene, vil vedtakets innhold kun ha innvirkning på et av disse: hvorvidt det kreves alminnelig eller kvalifisert flertall for at vedtaket gyldig skal fattes. De øvrige prosessuelle vilkårene vil være de samme for alle vedtak. Saker som går ut på endring av bestemmelser med betydning for obligasjonenes «kontantstrøm» krever

²⁶⁹ Jf. Andenæs (2006) s. 320.

²⁷⁰ Jf. Hagstrøm (2003) s. 288-289 jf. Woxholth (2009) s. 367.

²⁷¹ Woxholth (2008) s. 280.

kvalifisert flertall, jf. avtalens pkt. 5.3.5 (a). Samtlige av vedtakene under må nok sies å ha betydning for obligasjonenes «kontantstrøm», slik det er naturlig å forstå uttrykket. Dermed kreves kvalifisert flertall for at disse gyldig skal vedtas, forutsatt at vedtaket i det hele tatt ligger innenfor obligasjonseiermøtets materielle kompetanse. Det blir da de to øvrige spørsmålene nevnt ovenfor som må drøftes i forhold til hvert av vedtakene under. Forutsetningen er således i det videre at de prosessuelle vilkårene, herunder kravet til kvalifisert flertall, er oppfylt.

6.5.1 Vedtak om utsettelse av utsteders betaling

Spørsmålet er først om det ligger innenfor obligasjonseiermøtets materielle kompetanse å fatte vedtak med et slikt innhold. For at så er tilfelle, taler at vedtaket klart vil angå obligasjonseierne rettsforhold overfor utsteder.²⁷² Et ytterligere argument i denne retning er at avtalens pkt. 5.3.5 (a) forutsetter at obligasjonseiermøtet skal kunne vedta endringer i avtalens bestemmelser om «løpetid».

I en situasjon der utsteder har også andre gjeldsforpliktelser, vil dessuten en annen tolkning kunne gi uheldige virkninger for såvel utsteder som obligasjonseierne. Årsaken til dette, er at det i lån til kommersielle virksomheter ofte vil være inntatt såkalte «cross default»-klausuler.²⁷³ I korthet innebærer slike klausuler at en långiver (på nærmere angitte vilkår) kan bringe et lån til forfall, dersom låntaker misligholder noen av sine andre låneforpliktelser. Hvis en utsteder på grunn av manglende likviditet har behov for en utsettelse, kan obligasjonseierne ønske å gi dette fremfor å la lånet gå i mislighold. Selv om obligasjonseiermøtet ikke har kompetanse til å fatte vedtak om en slik utsettelse, kan riktignok obligasjonseierne velge ikke å forfølge misligholdet. I forholdet mellom disse og utsteder oppstår da neppe problemer hvis obligasjonseierne først er innstilt på å godta en forsinket betaling. På grunn av «cross default»-klausuler i utsteders andre lån, kan man risikere at misligholdet av obligasjonslånet likevel får den virkning at øvrige långivere benytter dette som grunnlag for å bringe sine lån til forfall.²⁷⁴ Det negative for utsteder består i at han da kan bli utsatt for førtidig simultan pågang fra flere långivere. For obligasjonseierne består det negative i at disse dermed kan risikere at utsteder heller ikke på et fremtidig tidspunkt, eksempelvis pga. konkurs som følge av pågangen fra andre långivere, vil kunne betjene obligasjonslånet. Tatt i betraktning disse virkningene, må det nok antas å være i samsvar med obligasjonseierne og utsteders forutsetninger at obligasjonseiermøtet skal ha kompetanse til å gi utsteder en betalingsutsettelse. Etter min

²⁷² Jf. avsnitt 6.3.

²⁷³ Et eksempel på en slik klausul er obligasjonsavtalens pkt. 3.8.1 (c).

²⁷⁴ Jf. Rawlings (2007) s. 47.

mening må det etter dette være nokså klart at det ligger innenfor obligasjonseiermøtets materielle kompetanse etter obligasjonsavtalen å treffe vedtak med et slikt innhold.

Spørsmålet er så om denne typen vedtak rammes av den materielle kompetansebegrensningen i avtalens pkt. 5.3.6. Vedtak som gir utsteder en betalingsutsettelse, vil klart være egnet til å gi denne en fordel. Avgjørende vil således være om fordelene er «urimelig». Ved at minoriteten mot deres vilje ikke får betaling til avtalt tid, må vedtaket sies å ha negativ betydning for disse. En forutsetning må nok likevel være at utsettelsen ikke er ubetydelig. Ellers kan den negative betydningen neppe sies å være av et visst omfang, slik bestemmelsen krever. Gitt en slik forutsetning, vil fordelene nok kunne være «urimelig» dersom obligasjonseierfellesskapet ikke oppnår noe ved utsettelsen – utsteder er eksempelvis i stand til å foreta utbetalingen til det opprinnelige tidspunktet. Men hvis utsteder er i økonomiske vanskeligheter, og derfor uansett ikke vil klare å foreta betalingen til dette tidspunktet, så kan en utsettelse etter omstendighetene sies å være i obligasjonseierfellesskapets interesse slik at fordelene derfor ikke kan anses som «urimelig». Man kan f.eks. tenke seg at utsettelsen gir utsteder tid til å forbedre sin økonomi, slik at denne senere kan betjene obligasjonslånet.

Som et særtilfelle kan man nevne situasjonen der det aktuelle obligasjonslånet har sikkerhet, og majoriteten i lånet samtidig er obligasjonseiere i et usikret lån til samme selskap. Majoriteten må da antas å være interessert i at det usikrede lånet skal inndrives først. Dersom det da fattes vedtak om at utstaders betaling av det sikrede lånet skal utsettes, kan det hevdes at majoriteten med det oppnår en fordel på minoritetens bekostning i strid med likhetsprinsippet. Prinsipielt reiser dette spørsmål om hvor langt kravet til likebehandling strekker seg i obligasjonslån. Dersom man ser avtalens pkt. 5.3.6 i sammenheng med pkt. 7.1.1 (d) (i), hvor det heter at «*obligasjonene* er seg i mellom sideordnede og likestilte», taler dette for at kravet til likebehandling gjelder investorenes posisjon som eiere av obligasjoner i det enkelte lån. Fordeler som investorene mottar i andre henseende kan dermed hevdes å være irrelevant i denne sammenheng. Støtte for en slik tolkning gir det at aksjeloven § 5-21 på samme måte er oppfattet slik at likebehandlingskravet gjelder aksjene, og at aksjonærenes individuelle forhold dermed er uten betydning.²⁷⁵ Antakelig bør det da legges til grunn at den fordelene majoriteten i et slikt tilfelle oppnår, ikke vil være et brudd på likebehandlingsprinsippet, og således at fordelene av den grunn ikke vil være urimelig.

6.5.2 Vedtak om nedskriving av obligasjonslånet

Hva gjelder spørsmålet om materiell kompetanse, vil denne vedtakstypen innebære at utstaders gjeldsforpliktelse overfor obligasjonseierne reduseres. Således angår disse

²⁷⁵ Jf. Truyen (2004) s. 309.

vedtakene klart obligasjonseierens rettsforhold overfor utsteder, noe som taler for at de omfattes av obligasjonseiermøtets materielle kompetanse. I denne retning taler også, slik som for vedtakskategorien ovenfor, at avtalens pkt. 5.3.5 (a) forutsetter at obligasjonseiermøtet kan fatte vedtak som innebærer en endring avtalens bestemmelser om «innløsningskurs». Både forståelsen av obligasjonseiermøtets kompetanse ovenfor i avsnitt 6.3, og en eksplisitt avtalebestemmelse, tilsier således at obligasjonsavtalen gir obligasjonseiermøtet adgang til å fatte vedtak som går ut nedskrivning av obligasjonslånet. Etter min mening må det da nokså klart legges til grunn at obligasjonseiermøtet her har materiell kompetanse.

Deretter er spørsmålet om avtalens pkt. 5.3.6 likevel kan hindre obligasjonseiermøtet i å treffe denne typen vedtak. Som for vedtakskategorien ovenfor, vil også disse vedtakene være egnet til å gi utsteder en fordel. Fordelen for utsteder består i at dennes betalingsforpliktelser overfor obligasjonseierne reduseres. Men til forskjell fra vedtakskategorien ovenfor, vil vedtakene her innebære at obligasjonseierens krav varig reduseres. Således må det nok legges til grunn at det neppe skal store nedskrivninger til før disse kan sies å ha negative virkninger av et visst omfang for minoriteten. Dersom obligasjonseiermøtet foretar en nedskrivning uten at dette er nødvendig – utsteder er eksempelvis fullstendig kapabel til å betjene lånet i samsvar med avtalen – vil nok den fordel utsteder derved oppnår som oftest anses som «urimelig». Men hvis utsteder er ute av stand til å betjene lånet, kan det etter omstendighetene være at fordelen likevel ikke skal være «urimelig». Man kan eksempelvis tenke seg at en investor krever at obligasjonseierne skal gå med på en nedskrivning for at denne skal skyte inn ny egenkapital hos en utsteder som ellers ikke ville kunne betjene obligasjonslånet. Obligationseierne får således valget mellom å få noe eller ingenting av obligasjonens pålydende. Da kan vedtaket hevdes å være begrunnet i obligasjonseierfellesskapets interesse, slik at den fordel utsteder oppnår ikke skal anses som «urimelig». Et moment her kan også være hvilken verdi obligasjonene omsettes til. Dersom obligasjonene omsettes under pålydende, kan dette være en indikator på at det er et reelt behov for nedskrivning. Foreligger et slikt behov, er det mindre nærliggende å legge til grunn at flertallet ved nedskrivingsvedtaket har misbrukt sin kompetanse.

6.5.3 Vedtak om konvertering av obligasjoner til aksjer

Forutsetningen her er at obligasjonslånet ikke er konvertibelt etter obligasjonsavtalen. Først behandles spørsmålet om materiell kompetanse. Vedtak med dette innhold kan nok hevdes å angå rettsforholdet mellom utsteder og obligasjonseierne. Obligationseierne vil jo etter en konvertering fremdeles ha rettigheter overfor utsteder i kraft av å være aksjonærer i denne. Imidlertid er det her en vesentlig forskjell fra vedtakskategoriene nevnt ovenfor. Obligationene går over til å bli noe annet, slik at rettsforholdet mellom

obligasjonseierne og utsteder skifter karakter. Således kan det neppe sies at denne typen vedtak angår investorenes rettsforhold som obligasjonseiere overfor utsteder. Dette er et moment som taler mot at obligasjonseiermøtet skal ha kompetanse. Avtalens pkt. 7.1.1 (d) (iv) kan gi en viss støtte for en slik tolkning. Av bestemmelsen følger at obligasjonseierne ikke kan oppheve obligasjonseierfellesskapet, hvilket nettopp vil være virkningen av vedtak som går ut på konvertering. Det fremstår som noe usikkert hvilket tolkningsresultat som skal legges til grunn her. Etter min mening tilsier forståelsen av obligasjonseiermøtets kompetanse i avsnitt 6.3, sammenholdt med avtalens pkt. 7.1.1 (d) (iv), at avtalen må tolkes slik at obligasjonseiermøtet ikke har materiell kompetanse til å fatte denne typen vedtak.

Forutsatt at vedtaket ligger innenfor den materielle kompetansen, er spørsmålet om avtalens pkt. 5.3.6 her kan komme til anvendelse. Vedtaket må nok sies å innebære en fordel for utsteder, ved at denne da ikke lenger vil måtte foreta utbetalinger i tråd med obligasjonsavtalen. For minoriteten vil vedtaket innebære at det foretas en tvangskonvertering av deres aksjer. En endring av det opprinnelige investeringsobjektet mot minoritetens vilje, slik at de ikke lenger vil ha en definert rett på tilbakebetaling, må antakelig i seg selv sies å være såvidt negativ at det neppe skal mye til før den fordel utsteder oppnår må sies å være «urimelig». For at fordelene likevel ikke skal være urimelig, må det nok foreligge et sterkt behov for at en konvertering skal foretas. Man kan eksempelvis tenke seg at utsteder uansett ikke ville være i stand til å foreta noen utbetaling på obligasjonene, og at en utenforstående investor krevet at det ble foretatt en konvertering for at denne skulle bidra økonomisk til utsteder.

6.5.4 Vedtak om salg av obligasjoner til utenforstående

Hvorvidt vedtak om salg av obligasjoner ligger innenfor obligasjonseiermøtets kompetanse, må nok betegnes som tvilsomt. I disse tilfellene vil man, til forskjell fra vedtakskategoriene nevnt ovenfor, klart være utenfor rettsforholdet mellom utsteder og obligasjonseierne. Vedtaket vil ha som virkning at kreditorposisjonen flyttes fra de nåværende obligasjonseierne til en utenforstående investor. Etter den forståelsen av obligasjonseiermøtets kompetanse som er lagt til grunn i avsnitt 6.3 ovenfor, er dette et moment som med tyngde taler for at obligasjonseiermøtet ikke har kompetanse til å fatte slike vedtak. Obligasjonsavtalen må dessuten tolkes slik at obligasjonene i utgangspunktet skal være fritt omsettelige.²⁷⁶ For minoriteten vil denne typen vedtak innebære at deres obligasjoner tvangsselges i strid med dette utgangspunktet. Et ytterligere argument i denne retning er at obligasjonsavtalen mangler bestemmelser om verdsettelse av obligasjonene ved et slikt salg. Etter min mening må obligasjonsavtalen da

²⁷⁶ Jf. avsnitt 4.3.

tolkes slik at det ligger utenfor obligasjonseiermøtets materielle kompetanse å fatte vedtak av denne typen.

Forutsatt at denne vedtakskategorien omfattes av obligasjonseiermøtets kompetanse, er spørsmålet om slike vedtak likevel kan rammes av begrensningen i avtalens pkt. 5.3.6. Et vedtak av denne typen vil neppe være egnet til å gi utsteder en fordel, ettersom dennes forpliktelser vil bestå etter salget. Dersom obligasjonene selges samlet til en utenforstående investor, kan dette etter omstendighetene sies å gi ham en fordel. Fordelen kan sies å bestå i at investoren får hånd om samtlige obligasjoner mot minoritetens vilje. Hvorvidt denne fordelingen skal sies å være urimelig, må nok avhenge av hvilket beløp investoren betaler for dem. Betales en klar underpris, kan det nok tale for at fordelingen skal være urimelig. Hvis majoriteten mottar et høyere beløp for sine obligasjoner enn minoriteten, vil det foreligge forskjellsbehandling, noe som også kan tale for at fordelingen er urimelig. En forutsetning for at fordelingen ikke skal anses som «urimelig», må nok da også være at samtlige obligasjonseiere får samme pris for sine obligasjoner.

7 Virkninger av at obligasjonseiermøtet eller tillitsmannen går ut over sin kompetanse

Vedtak som tillitsmannen eller obligasjonseiermøtet treffer er i utgangspunktet bindende for obligasjonseierne.²⁷⁷ Grunnlaget for at obligasjonseierne blir bundet, er at disse gjennom obligasjonsavtalen har godtatt å være bundet så lenge tillitsmannen og obligasjonseiermøtet handler innenfor sin kompetanse.²⁷⁸ Temaet her er hvilke følger det vil ha dersom disse handler utenfor sin kompetanse.

Spørsmålet er for det første om, og isåfall når, kompetansemangel fører til ugyldighet, slik at obligasjonseiermøtet eller tillitsmannens disposisjon ikke får rettsvirkninger etter sitt innhold.²⁷⁹ Obligasjonsavtalen inneholder ingen generell regulering av ugyldighetsspørsmålet. Det er derfor behov for å foreta en utfylling av avtalen med prinsipper fra andre rettsområder. Mest nærliggende er det nok å se hen til hva som gjelder i andre typer interessefellesskap, der et eller flere organ har heteronom kompetanse overfor fellesskapets medlemmer som følge av medlemmenes frivillige tilslutning til fellesskapet. Man kan derfor ta i betraktning hva som gjelder i aksjeselskap og foreninger. Både i aksjeselskapsretten²⁸⁰ og foreningsretten,²⁸¹ legges det til grunn at man i ugyldighetsspørsmålet må skille mellom de ulike typene kompetansemangler.

Er kompetansesvikten av materiell art, antas det innenfor begge disse rettsområdene at vedtaket normalt vil være ugyldig.²⁸² Det er neppe noen grunn til at utgangspunktet skal være annerledes i et obligasjonslån. Tvert om må det nok sies å være en forutsetning for obligasjonseierne at et vedtak som regel skal være ugyldige dersom det ligger utenfor obligasjonseiermøtet eller tillitsmannens materielle kompetanse. Avtalen bør derfor utfylles med denne regelen. Hvis det derimot hefter en prosessuell kompetansemangel ved vedtaket, er hovedregelen i såvel aksjeselskapsretten²⁸³ som foreningsretten²⁸⁴ at vedtaket normalt kun blir ugyldig dersom feilen kan ha hatt betydning for vedtakets innhold. Virkningene av en slik regel for obligasjonseierne taler for at det samme skal

²⁷⁷ Jf. avsnitt 5.4 og 6.1.

²⁷⁸ Sml. Hov (1982) s. 184, som gjør gjeldende samme synspunkt for foreninger.

²⁷⁹ Jf. Bernt (1986) s. 86 jf. Woxholth (2009) s. 281

²⁸⁰ Jf. Andenæs (2006) s. 324.

²⁸¹ Jf. Woxholth (2008) s. 311.

²⁸² Jf. Aarbakke (2004) s. 410 og Andenæs (2006) s. 324 om aksjeselskap. Jf. Woxholth (2008) s. 311 om foreninger.

²⁸³ Jf. Aarbakke (2004) s. 410 jf. Andenæs (2006) s. 324.

²⁸⁴ Jf. Woxholth (2008) s. 313.

gjelde i obligasjonslån. Det ville være ressursløsende dersom tillitsmannen og obligasjonseiermøtet måtte fatte nye vedtak som følge av prosessuelle feil uten innvirkning på vedtakets innhold. I slike tilfeller er det vel heller ikke behov for å gi obligasjonseierne den beskyttelse som ligger i at et vedtak skal anses som ugyldig. Etter mitt syn bør man derfor utfylle obligasjonsavtalen med også denne regelen. Overtredelse av mindre sentrale prosessuelle bestemmelser vil nok da sjeldnere føre til ugyldighet enn overtredelse av sentrale bestemmelser.²⁸⁵ Som et eksempel på det første kan man tenke seg at obligasjonseiermøtet, i strid med avtalens pkt. 5.2.8, åpnes av andre enn tillitsmannen. Dette er neppe en feil som ofte vil føre til ugyldighet. Overholdes derimot ikke flertallskravene i avtalens pkt. 5.3.4 og pkt. 5.3.5, eller representasjonskravet i avtalens pkt. 5.3.3, er dette feil som lett kan tenkes å ha en innvirkning på obligasjonseiermøtets vedtak. I slike tilfeller vil nok vedtaket som oftest måtte sies å være ugyldig. For representasjonskravets del kan dette utledes direkte av bestemmelsen.

Dersom man kommer til at et vedtak er ugyldig etter reglene nevnt ovenfor, er spørsmålet hvilke følger dette skal ha for vedtakets rettsvirkninger. Av størst betydning for obligasjonseierne er vel hvorvidt vedtaket da er bindende for dem eller ikke. Man må nok, på samme måte som i foreninger,²⁸⁶ la det være avgjørende om vedtaket som følge av ugyldigheten er en nullitet eller om vedtaket bare er angripelig. Vedtak som er en nullitet kan obligasjonseierne uten videre se bort fra, det vil aldri være bindende.²⁸⁷ Et angripelig vedtak må derimot respekteres av obligasjonseierne frem til det eventuelt oppheves ved dom eller nytt vedtak.²⁸⁸ Om det nærmere skillet mellom disse, nøyer jeg meg med å bemerke at tyngende vedtak som regel vil være nulliteter, mens begunstigende vedtak normalt bare er angripelige.²⁸⁹

Det kan nevnes at hvis en obligasjonseier ønsker å bringe et ugyldighetssøksmål inn for domstolene, så må de alminnelige søksmålsvilkårene i tvisteloven være oppfylt, herunder kravene til rettslig interesse i tvisteloven § 1-3.

Hov mener at foreningsmedlemmer vil ha adgang til å gå til sak om «rettigheter og plikter en får tilsagn om, eller blir pålagt, gjennom de vedtak foreningen treffer ... Går foreningen ... utover den kompetanse som ble tillagt den ved medlemskapsavtalen, må det være helt klart at medlemmet – dersom søksmålsbetingelsene ellers er oppfylt – kan kreve spørsmålet om vedtakets gyldighet avgjort ved de alminnelige domstoler».²⁹⁰ Siden tillitsmannen og obligasjonseiermøtet også får sin kompetanse ved avtale, kan det neppe være tvilsomt at en obligasjonseier må ha en tilsvarende søksmålsadgang.

²⁸⁵ Sml. Woxholth (2008) s. 313 om foreningsvedtak.

²⁸⁶ Jf. Woxholth (2008) s. 314.

²⁸⁷ Jf. Woxholth (2008) s. 314 sml. Eckhoff (2006) s. 460.

²⁸⁸ L.c.

²⁸⁹ Jf. Woxholth (2008) s. 314 sml. Eckhoff (2006) s. 461.

²⁹⁰ Hov (1982) s. 184.

8 Håndhevelse av obligasjonseierens rettigheter - no action-klausulen

8.1 Innledning

No action-klausuler²⁹¹ er klausuler som tar sikte på å forhindre at obligasjonseiere kan opptre overfor låntager på egen hånd.²⁹² No action-klausulen kan sies å være pilaren som kreditorsidens øvrige struktur bygger på. Det er denne klausulen som tvinger obligasjonseierne til å følge obligasjonsavtalens system for utøvelsen av deres kreditorrettigheter.²⁹³ Slike klausuler anvendes i obligasjonslån utstedt i Norge, og er også vanlige i obligasjonslån utstedt på andre markeder. Tilsynelatende har denne typen klausuler, dersom man tar i betraktning omfanget av rettspraksis og juridisk teori på området, særlig vært gjenstand for oppmerksomhet i England og USA. I England skal no action-klausuler visstnok ha vært benyttet siden det nittende århundre.²⁹⁴ Den nærmere utformingen av klausulen kan variere.²⁹⁵ Her er det hovedsaklig no action-klausulen inntatt i NTMs mal²⁹⁶ som skal drøftes nærmere. Likevel vil andre varianter, og synspunkter tilknyttet disse, trekkes inn der dette er av interesse.

8.1.1 Hvorfor brukes no action-klausuler?

Bruken av no action-klausuler har flere begrunnelser. Den grunnleggende årsaken er en antagelse om at obligasjonseierne ellers ville ha stått fritt til å forfølge sine krav individuelt. At dette ikke nødvendigvis vil være tilfellet i norsk rett, er en annen sak.²⁹⁷ En sentral begrunnelse for at man vil hindre en individuell håndhevelsesrett for den enkelte obligasjonseier, er at man ønsker å unngå en kaotisk situasjon der enkeltstående obligasjonseiere kjemper om å ivareta sine egne interesser uten noen form for

²⁹¹ Betegnelsen *no-action clause* benyttes konsekvent i utenlandsk rettsteori og praksis. Det finnes ikke et hevdvunnet tilsvarende norsk uttrykk. Siden betegnelsen er beskrivende, har jeg derfor valgt å holde meg til denne.

²⁹² Jf. Federspiel (1999) s. 363. Selv om artikkelen omtaler klausulen i forbindelse med angloamerikansk rett må begrunnelsen være den samme hos oss.

²⁹³ Jf. avsnitt 0.

²⁹⁴ Jf. *Elektrim SA v Vivendi Holdings* [2008] EWCA Civ 1178 [2009] 1 Lloyd's Rep. 59 (på s. 61).

²⁹⁵ Se eksempler i avsnitt 8.6 nedenfor.

²⁹⁶ Denne betegnelsen benyttes her tidvis i stedet for eks. «obligasjonsavtalen», siden ulike no action-klausuler skal omtales.

²⁹⁷ Jf. avsnitt 8.2

koordinering med de resterende obligasjonseierne – såkalt *race to the court house*.²⁹⁸ Høyesterett har i samme retning påpekt at «det kan for en låntaker fremstå som urealistisk byrdefullt å måtte forholde seg til den enkelte obligasjonseier». ²⁹⁹ Kahan fremhever at «The two possible functions of the no-action clause are to reduce bondholder conflicts of interest and to prevent frivolous suits». ³⁰⁰ Wood foretar en nærmere nyansering, og lister opp tre formål som søkes ivaretatt av slike klausuler. ³⁰¹ Jeg tar utgangspunkt i denne oppdelingen i det videre.

For det første fremhever Wood at et formål er «to prevent the race of the most diligent [bondholders] with consequent risk of preferential payments to those bondholders who are able to act most quickly» (min tilføyelse). Dette forholdet påpekes også av Federspiel, som viser til at no action-klausulen bidrar til å sikre likestilling mellom obligasjonseierne ved mislighold. ³⁰² Det kan slås fast at en oppnåelse av formålet vil utgjøre en fordel for obligasjonseierne som gruppe. For de obligasjonseierne som har særinteresser, og ressursene til å forfølge disse, så kan riktignok en slik virkning oppfattes som en ulempe. Denne ulempen bør imidlertid ikke tale i mot klausulen. En vid adgang til forfølgelse av særinteresser på de øvrige obligasjonseiernes bekostning kan svekke interessen for investering i obligasjonslån. Det kan dessuten oppleves som støtende at avkastningen ved å være obligasjonseier skal avhenge av hvilke ressurser den enkelte obligasjonseier har, og ikke hvilken kapital denne ellers har investert i lånet.

Videre peker Wood på at et formål er «to prevent a multiplicity of suits». For det første er en oppnåelse av dette formålet en fordel for utsteder, ved at denne skjermes for ressurskrevende håndtering av simultan pågang fra forskjellige obligasjonseiere. I stedet kan utsteder forholde seg til obligasjonseierne som en samlet gruppe. Det kan hevdes at denne fordelene bare kommer en misligholdende utsteder til gode, og at formålet derfor ikke er av betydning for en pliktoppfyllende utsteder. I det virkelige liv kan imidlertid søksmål tenkes å forekomme ved såvel god eller dårlig begrunnet uenighet. Muligheten for et søksmål er også til stede der intet avtalebrudd foreligger, men den saksøkende obligasjonseier handler ut i fra et ønske om å skade utsteders omdømme eller påvirke obligasjonenes verdi på annenhåndsmarkedet. Formålet kan dermed ivareta også den pliktoppfyllende låntaker. For obligasjonseierne vil samordning i en søksmålssituasjon kunne være ressursbesparende ved at kostnadene da kan fordeles. Dessuten kan det være en fordel for disse at man unngår at låntager tappes for ressurser slik at han blir i dårligere

²⁹⁸ Jf. note ni i Federspiel (1999).

²⁹⁹ Jf. Høyesteretts kjennelse av 7. april 2010 (avsnitt 25).

³⁰⁰ Kahan (2002) s. 1084.

³⁰¹ Wood (2007a) s. 295.

³⁰² Jf. Federspiel (1999) s. 363.

stand til å betjene lånet. Med denne begrunnelsen uttaler retten i en engelsk dom at «in protecting the issuer such clauses protect bondholders».³⁰³ En slik samordning kan også minske belastningen på rettsapparatet, og derved ivareta prosessøkonomiske hensyn.

Endelig fremhever Wood at et formål er «to avoid action by a single bondholder which jeopardises the common interest or results in conflicting enforcement actions». Å unngå denne typen atferd kan være fordelaktig for obligasjonseierne sett under ett. Gjennomtenkte løsninger ønsket av flertallet, i eksempelvis restruktureringssituasjoner, kan gi et resultat som er til fordel både for obligasjonseierne som gruppe, og for låntaker. Man kan tenke seg at låntaker ikke er i stand til oppfylle sine låneforpliktelser fullt ut. I stedet for da å bringe låntaker konkurs, kan obligasjonseierne være tjent med å akseptere en reduisering eller utsettelse av låntakers utbetalinger. Med en spissformulering kan man si at redusert eller forsinket utbetaling tross alt er bedre enn ingen betaling. Hvis en enkelt obligasjonseier med særinteresser er berettiget til å bringe lånet til forfall, uavhengig av de andre obligasjonseiernes ønsker, ville slike resultater være vanskeligere å oppnå. En situasjon med håndhevelsesrett for den enkelte kan dessuten innebære risiko for at en obligasjon havner hos en kverulant eller konkurrent hvis atferd er motivert av et ønske om å gjøre skade på låntager.³⁰⁴

Fra engelsk rettspraksis kan det hentes et eksempel på at obligasjonseiere med særinteresser handler mot de øvrige obligasjonseierne, og dessuten låntakers, interesser. Hedgefondsselskapene Highberry Ltd og Highberry LLC (Highberry) kjøpte obligasjoner til en betydelig underpris i Colt Telecom (Colt), et polsk telekomselskap.³⁰⁵ Motivasjonen for kjøpet var at Colt hadde tilstrekkelige verdier til at selskapet, dersom det skulle bli slått konkurs, ville være i stand til å innfri alle sine gjeldsforpliktelser, inkludert obligasjonene, nesten fullt ut. Det var denne potensielle gevinsten Highberry ønsket å realisere. Den eneste hindringen var at obligasjonene ikke forfalt til betaling før i 2006. Highberry prøvde derfor å presse Colt til å restrukturere obligasjonene. Da dette ikke gikk, forsøkte Highberry å slå Colt konkurs. Forsøket endte i to saker for de engelske domstolene: Highberry Ltd v Colt Telecom Group Plc (No.1) [2002] EWHC 2503 [2003] 1 B.C.L.C. 290 og Highberry Ltd v Colt Telecom Group Plc (No.2) [2002] EWHC 2815 [2003] B.P.I.R. 324. Sistnevnte sak avgjorde realiteten. Highberry anførte som grunnlag for konkursbegjæringen at Colt ikke ville være i stand til å innfri obligasjonene på forfallstidspunktet. Colt avfeide for det første konkursanførselen og anførte dessuten at no action-klausulen i lånet hindret Highberry fra å gå til sak. Saken ble avgjort i Colts favør. Retten kom både til at de materielle vilkårene for konkurs ikke var oppfylt, og at no action-klausulen uansett hindret Highberry i å begjære Colt konkurs. Et tilfelle som dette er blant de no action-klausuler tar sikte på å avverge.

³⁰³ Elektrim SA v Vivendi Holdings [2008] EWCA Civ 1178 [2009] 1 Lloyd's Rep. 59 (på s. 59).

³⁰⁴ Jf. Arnholm (1950) s. 299.

³⁰⁵ Jf. Underhill (2003) s. 17-20, som tar for seg sakens bakgrunn og betydningen av de etterfølgende avgjørelsene.

8.1.2 Aksepteres no action-klausuler?

Et grunnleggende spørsmål er om no action-klausuler aksepteres i norsk rett. I realiteten er dette et spørsmål om klausulen av domstolene vil bli lagt til grunn etter sitt innhold. Løsningen beror på hvorvidt det ligger innenfor den alminnelige avtalefrihet å inngå en avtale om at obligasjonseierens kreditorrettigheter må utøves innenfor obligasjonsavtalens system.³⁰⁶ Det oppstilles visse begrensninger i avtalefriheten.³⁰⁷ En avtale vil ikke bli akseptert der den har et innhold som strider mot preseptorisk lovgivning, ærbarhet (NL-5-1-2) eller alminnelige samfunnshensyn.³⁰⁸ No action-klausuler strider ikke mot preseptorisk lovgivning. Videre er slike klausuler klart ikke umoralske, og strider dermed ikke mot prinsippet om ærbarhet.³⁰⁹ Alminnelige samfunnshensyn taler heller ikke for at en klausul som medfører en restriksjon i en bestemt økonomisk rettighet, og som den enkelte investor bare vil være bundet av dersom han erverver eller tegner obligasjoner, skal bli ansett som uønsket og dermed utenfor den alminnelige avtalefrihet. Klausulen må da antas å ligge innenfor den alminnelige avtalefriheten, slik at det er adgang til å avtale at en slik klausul skal gjelde i obligasjonslånet.

Rettspraksis gir også støtte for at en no action-klausul vil bli akseptert. Høyesterett drøftet i Rt. 1936 s. 318 hvilke krav en obligasjonseier på egen hånd kunne gjøre gjeldende overfor låntaker.³¹⁰ Det var ikke inntatt en regulering tilsvarende en no action-klausul i avtaleforholdet. Høyesterett oppstilte likevel rådighetsbegrensninger gjennom en forutsetningsbasert tolkning av hva som måtte gjelde i lånet. At Høyesterett oppstilte rådighetsbegrensninger i et lån selv der ingen no action-liknende klausul eksisterte, taler klart for at slike klausuler ligger innenfor hva partene i et obligasjonslån kan avtale, og at de i utgangspunktet vil bli lagt til grunn av domstolene.

En viss støtte for denne slutningen gir Oslo byfogdembetes kjennelse av 4. november 2009 nevnes. Saken dreide seg om et obligasjonslån tatt opp av selskapet Petromena ASA. Som følge av mislighold av lånet, ble selskapet begjært konkurs av NTM Refectio III AS, en obligasjonseier.

NTM Refectio III AS var således ikke tillitsmann i lånet, men et selskap som hadde fått overdratt en andel av obligasjonslånet til seg, for deretter å begjære Petromena ASA konkurs i egenskap av å være obligasjonseier. Antakelig var dette et forsøk på å håndheve obligasjonseierens rettigheter i perioden

³⁰⁶ Generelt om avtalefrihetsprinsippet, se Eckhoff (2001) s. 245-254, Haaskjold (2002) s. 30-32, og Woxholth (2009) s. 27-29.

³⁰⁷ Jf. Haaskjold (2002) s. 30.

³⁰⁸ Jf. Haaskjold (2002) s. 30.

³⁰⁹ Jf. Woxholth (2009) s. 332-333.

³¹⁰ Se nærmere om dommen i avsnitt 8.2 nedenfor.

mellom Borgarting lagmannsretts kjennelse av 30. september 2009 og Høyesteretts kjennelse av 7. april 2010.³¹¹

Retten tok utgangspunkt i at «det må anses som sikker rett at en kreditor eller en gruppe med kreditorer med bindende virkning kan gi avkall på retten til å begjære debitor konkurs, og at et slikt avkall kan påberopes av debitor som konkurshindring». Videre tolket retten obligasjonsavtalen, og fant at den i utgangspunktet innebar at «den enkelte kreditor er avskåret fra selv å forfølge sitt krav da tillitsmannen har eksklusiv kompetanse til dette». Retten la dermed i utgangspunktet no action-klausulen til grunn, men fant at tillitsmannens manglende søksmålskompetanse utgjorde en «bristende forutsetning som vil måtte gi grunnlag for å tolke det avtalte forbud mot at kreditorene selv forfølger sine krav innskrenkende». Retten ville imidlertid ikke åpne for enkeltforfølgelse fra obligasjonseierne, men undersøkte hvorvidt saksøkers anførsel om at konkursbegjæringen var fremmet «i samråd med øvrige obligasjonseiere og tillitsmannen» innebar en «fellesforfølgning som avtaleverket åpner for». Retten kom til at så ikke var tilfelle, og la no action-klausulen til grunn med den virkning at konkursbegjæringen ikke ble tatt til følge. Selv i en situasjon der tillitsmannen ikke kunne forfølge obligasjonseierens krav, ville således retten opprettholde klausulen.

At no action-klausuler vil aksepteres av domstolene, må imidlertid være helt klart etter Høyesteretts kjennelse av 7. april 2010. Høyesterett uttalte her (i avsnitt 30) at «Dersom tillitsmannen ikke skulle bli ansett å ha søksmålskompetanse for norske domstoler, ville låneavtalenes bestemmelser om at den enkelte obligasjonseier ikke selv kan reise søksmål klarligvis måtte settes til side». Motsetningsvis må man derav kunne slutte at no action-klausuler ellers vil opprettholdes. Samtidig taler uttalelsen for at klausulen ikke vil legges til grunn der det er rettslig umulig for tillitsmannen å representere obligasjonseierne slik klausulen forutsetter. Høyesterett viser ikke sympati for en delvis opprettholdelse av klausulen, slik som byfogden åpner for i kjennelsen nevnt ovenfor, og uttaler at «det er vanskelig å se at det i så fall skulle være rettslig grunnlag for å oppstille et krav om at den alminnelige søksmålskompetanse likevel skulle være begrenset, for eksempel slik at den bare skulle kunne gjøres gjeldende samlet av større eller mindre konstellasjoner av obligasjonseiere».

Andre jurisdiksjoner har forskjellige tilnærminger til no action-klausuler. Her skal noen av disse bare kort nevnes. I England godtas no action-klausuler uten forbehold.³¹² Tilsvarende er situasjonen i Frankrike.³¹³ Canadiske domstoler har en mer restriktiv tilnærming og har i følge Wood «shown reluctance to allow inhibitions of the

³¹¹ Se avsnitt 3.2 om begge kjennelsen.

³¹² Jf. Prime (1990) s. 301 jf. Wood (2007a) s. 295 jf. *Highberry Ltd v Colt Telecom Group Plc* (No.2).

³¹³ Wood (2007a) s. 296 jf. Prime (1990) s. 301.

fundamental right to sue to recover one's money».³¹⁴ I USA begrenses rekkevidden av no action-klausuler for det første gjennom lovgivning. For obligasjonslån som omfattes av TIA,³¹⁵ følger det av dennes *section 316* at en obligasjonseiers rett til å motta renter og avdrag på forfallstidspunktet og saksøke for håndhevelse av en slik rett, ikke kan svekkes uten samtykke fra obligasjonseieren. I tillegg har amerikanske domstoler i praksis begrenset rekkevidden av slike klausuler ved at «Ambiguous terms have been construed *contra proferentem*»³¹⁶ og «by testing the reality of the bondholder's consent to the terms».³¹⁷

8.2 Situasjonen der ingen no action-klausul er inntatt i låneforholdet

Siden det er svært vanlig å benytte no action-klausuler i obligasjonslån, så kan det være interessant å undersøke hva situasjonen vil være dersom en slik klausul ikke er inntatt i låneavtalen. Svaret kan bidra til å si noe om hvorfor denne typen klausuler er så utbredte. Dessuten er det ikke utenkelig at man i praksis kan støte på særtilfeller der ingen no action-klausul er inntatt i låneavtalen, eller at en domstol i et gitt tilfelle anser klausulen for ikke å være vedtatt. Spørsmålet som skal drøftes her, er dermed om en obligasjonseier kan være avskåret fra å foreta enkelte disposisjoner på egen hånd overfor låntaker, selv der en rådighetsbegrensning ikke følger direkte av en avtaleklausul.

Ovenfor i avsnitt 4.3 ble det konkludert med at den enkelte obligasjonseier fritt kan omsette og pantsette sine obligasjoner. Fravær av en no action-klausul har ingen avgjørende innvirkning på premissene for konklusjonen. Det kan derfor antas at en obligasjonseier vil ha samme adgang til omsetning og pantsettelse også i den situasjonen som vurderes her. Den nærmere problemstillingen kan således sies å være hvilke øvrige disposisjoner en obligasjonseier kan foreta på egen hånd.

Spørsmålet må, i likhet med en rekke andre spørsmål som tas opp i oppgaven, avgjøres gjennom en tolkning av hva som er avtalt i lånet. Likevel er det her en forskjell. Utgangspunktet for drøftelsen av de øvrige spørsmålene har vært reguleringene i en av NTMs maler.³¹⁸ Siden malen faktisk inneholder en no action-klausul, så kan den her ikke tjene som utgangspunkt. Det kan da hevdes at det er formålsløst å forsøke å si noe om hva som *generelt* skal gjelde i obligasjonslån der det ikke er inntatt noen no action-klausul, så lenge svaret vil avhenge av hvilke tolkningsmomenter som kan påvises i et lån med

³¹⁴ Wood (2007a) s. 295. Noe annerledes Prime (1991) s. 302.

³¹⁵ Jf. avsnitt 3.5.

³¹⁶ Lat. for at tolkningstilstand ikke skal gå i favør av kontraktsforfatteren.

³¹⁷ Prime (1990) s. 301 sml. Wood (2007a) s. 296 sml. ABA (2000) s. 1191.

³¹⁸ Jf. avsnitt 1.2.

ukjente karakteristika. For å imøtekomme en slik innvending, kan det pekes på at obligasjonslån typisk vil ha i alle fall to felles kjennetegn. For det første vil lånet bestå av en rekke obligasjoner, og eierne av disse vil dermed være bundet sammen i et interessefellesskap som kan være mer eller mindre formalisert. For det andre vil det normalt være en tillitsmann i lånet, som har som oppgave å representere dette fellesskapet. Derved vil interessefellesskapet til en viss grad være formalisert.

Fraværet av en no action-klausul innebærer at en eventuell rådighetsbegrensning ikke kan oppstilles direkte på grunnlag av ordlyden i lånedokumentene. Det nærmere spørsmålet er om det likevel, på bakgrunn av andre tolkningsmomenter, kan oppstilles rådighetsbegrensninger.

For det første er det klart at obligasjonseierne, ved at de hver er kreditorer for fordringer som sett under ett utgjør det samlede obligasjonslånet, kan sies å inngå i et interessefellesskap. Det kan spørres om selve det faktum at eksisterer et interessefellesskap mellom obligasjonseierne, innebærer en forutsetning om at disse skal opptre samlet overfor utsteder i forhold som angår lånet. Samlet opptreden er forbundet med mange fordeler for både utsteder og obligasjonseierne.³¹⁹ Dette kan tale for at en slik forutsetning kan sies å foreligge. På den andre siden er det ikke gitt at obligasjonseiernes interesser til enhver tid vil være sammenfallende. Normalt vil riktignok obligasjonseierne som gruppe være interessert i at låneforløpet skal gå som planlagt. Imidlertid kan obligasjonseierne ha særinteresser. Som et eksempel kan man tenke seg at en obligasjonseier samtidig er eier av aksjer i det låntagende selskapet, og av den grunn er lite interessert i at selskapet skal begjæres konkurs selv der obligasjonslånet misligholdes. Selv om det i utgangspunktet foreligger et interessefellesskap mellom obligasjonseierne, og det er fordelaktig at disse opptre samlet, så er dette neppe nok til å oppstille rådighetsbegrensninger. Det er lett å tenke seg at det oppstår motsetninger mellom obligasjonseierne. Hvis minoritetsobligasjonseiere da må underkaste seg majoritetsobligasjonseiernes vilje, vil dette kunne være svært byrdefullt for førstnevnte gruppe. Eksistensen av et interessefellesskap kan da vanskelig sies å innebære en tilstrekkelig sterk forutsetning om rådighetsbegrensninger, til at slike begrensninger kan følge av dette momentet alene.

For det andre kan det spørres om bruken av en tillitsmann i lånet er et moment som taler for at obligasjonseiernes rådighet skal være begrenset. Tillitsmannen har oppgaver i lånet foruten å gjøre gjeldende obligasjonseiernes rettigheter, slik som overvåkning av utsteder m.v. Hvis tillitsmannen ikke er den eneste som kan gjøre gjeldende kreditorrettigheter på vegne av obligasjonseierne, så er det dermed ikke sagt at tillitsmannen er funksjonsløs. På den andre siden er oppgaven som obligasjonseiernes

³¹⁹ Jf. avsnitt 8.1.1 .

representant overfor utsteder tillitsmannens primære oppgave. Det er ved å tillegge tillitsmannen en håndhevelsesfunksjon de vesentligste fordelene ved tillitsmannsordningen oppnås. Dersom obligasjonseierne selv fritt kan utøve sine rettigheter i alle tilfeller, kan det derfor hevdes å være unødvendig, eller i det minste mindre gunstig, å ha en tillitsmann i lånet. At det faktisk er oppnevnt en tillitsmann for obligasjonseierne, bør derfor tale for at obligasjonseierne er avskåret fra å foreta i alle fall enkelte disposisjoner alene. Det nærmere spørsmålet er hvilke disposisjoner det dermed er tilstrekkelig grunnlag for å avskjære.

Dommen inntatt i Rt. 1936 s. 318 er her relevant. Bakgrunnen for saken var at et skipsaksjeselskap hadde tatt opp et obligasjonslån. Lånet var sikret med pant i selskapets skip. I tråd med datidens praksis ble det utformet en felles pantobligasjon (hovedobligasjonen) som hver av obligasjonene (partialobligasjonene) i lånet var en andel av.³²⁰ Denne pantobligasjonen ble så deponert hos en bank. Banken skulle deretter fungere som obligasjonseiernes tillitsmann, herunder representere disse overfor selskapet og på deres vegne besitte pantobligasjonen.

Saksøker, en obligasjonseier, fikk i obligasjonslånets løpetid ikke utbetalt deler av de rentene hun var berettiget til. På dette grunnlaget gikk hun til sak mot skipsaksjeselskapet med påstand om at hun som følge av rentemisligholdet kunne kreve full betaling av obligasjonene og realisere pantet. Skipsaksjeselskapet hevdet at saksøker ikke hadde adgang til å gjøre disse rettighetene gjeldende på egen hånd. Indirekte sa dermed skipsaksjeselskapet at dette var rettigheter som i stedet måtte håndheves av banken som obligasjonseiernes tillitsmann.

Av lånedokumentasjon i saken fremgikk det ikke direkte at den enkelte obligasjonseier skulle være avskåret fra å håndheve sine rettigheter på egen hånd. Det forelå således ingen no action-klausul eller tilsvarende bestemmelse i avtalegrunnlaget for lånet. Det avtalerettslige spørsmålet som Høyesterett måtte ta stilling til var således hvordan kompetansen til å håndheve obligasjonseiernes rettigheter da var fordelt mellom tillitsmannen og den enkelte obligasjonseier. I drøftelsen skilte Høyesterett mellom spørsmålet om saksøker på egen hånd kunne kreve pantet realisert, og spørsmålet om hun var avskåret fra kreve de forfalte rentene og avdragene. Høyesterett uttalte for det første, om retten til å kreve pantet realisert, at:

«Det maa visstnok ansees i strid med hele laaneordningens tanke og forutsetninger at den enkelte partialobligasjonseier skulde kunne gaa til pant salg paa egen haand. Man maa legge til grunn at realisasjonen bare kan finne sted for det samlede laan underrett, og et saadant salg har den enkelte partialobligasjonseier det ikke i sin makt at fremtvinge i nærværende sak.» (min uth.).

³²⁰ Om partialobligasjonsinstituttet, se Brækhus (2005) s. 361-362 og Feldthusen (2002) s. 327-334.

Høyesterett kom dermed til at saksøker ikke kunne kreve at pantet skulle realiseres. Det kan synes uklart om Høyesterett med «laaneordningens tanke og forutsetninger» viste til det spesifikke lånet i saken, eller om dette var en henvisning til hva som måtte gjelde generelt for obligasjonslån der en panterett tjener som sikkerhet for samtlige obligasjonseiere. Mellom partene var det ikke uttrykkelig avtalt at den enkelte obligasjonseier skulle være avskåret fra å håndheve panteretten. I tegningsinnbydelsen het det kun at «vedkommende bank [hvor hovedobligasjonen deponeres] overfor selskapet representerer eierne av pantobligasjonene», og av partialobligasjonene fulgte det videre bare at disse utgjorde en del av obligasjonslånet og at hovedobligasjonen «er deponert i Den norske Creditbank hvor den paa laangiverens vegne besiddes og forvaltes». Det er da rimelig å anta at Høyesterett, for å komme frem til sitt resultat, så hen til hva som typisk er partenes forutsetninger i lån der en panterett skal tjene som sikkerhet for samtlige obligasjonseiere. Av denne grunn bør resonnementet her ha relevans utover det konkrete saksforholdet.

Videre uttalte Høyesterett, om retten til å kreve forfalte renter og avdrag, at:

«Man kan imidlertid ikke derav trekke den bindende slutning at den enkelte obligasjonseier ogsaa *under alle omstendigheter* er kontraktsmessig avskåret fra vanlig inndrivelse av sine forfalte renter og avdrag.» (min uth.)

Høyesterett skilte altså mellom saksøkers krav på realisasjon av pantet og kravet på forfalte renter og avdrag. For at sistnevnte krav skulle anses som avskåret, fremhevet retten at «For en saa dyptgaaende rettighetsfraskrivelse maatte der kunne paavises utvetydig hjemmel». Et slikt tolkningsresultat ville være mer byrdefullt for saksøker, som da ville være avskåret fra enhver individuell forfølgelse av sine rettigheter, og det er da ikke overraskende at Høyesterett fremhevet at det isåfall måtte kreves klare holdepunkter for å komme til et slikt resultat.

I tolkningsprosesser i sin alminnelighet, kan tolkningsresultatets betydning for den forpliktete etter omstendighetene tillegges vekt. Woxholth fremhever at «hvis tvilen står mellom to tolkningsalternativer og det ene er langt mer vidtrekkende og byrdefullt for løftegiveren enn det andre, vil dette undertiden kunne bli utslagsgivende i favør av det minst vidtrekkende alternativet».³²¹

En slik hjemmel forelå etter Høyesteretts oppfatning ikke i saken, som uttaler at «en saadan innskrenkning i rettighetene *i nærværende tilfelle* vilde falle helt urimelig» (min uth.). Grunnen til dette var at majoriteten av obligasjonseierne hadde samtykket i en prioritetsvikelse. Som følge av denne prioritetsvikelsen, hadde deres andel av pantet ikke lenger førsteprioritet. Minoriteten, som saksøker tilhørte, hadde ikke samtykket i en

³²¹ Woxholth (2009) s. 419.

prioritetsvikelse og deres andel av pantet hadde derfor fremdeles førsteprioritet. Etter Høyesteretts oppfatning hadde det da oppstått:

«et motsetningsforhold i interesse mellem de to grupper av partialobligasjonseiere ... [som] har forrykket grunnlaget for Creditbankens stilling som fellesrepresentant for obligasjonseierne, og det vilde være urimelig om de som ikke har samtykket i prioritetsvikelse, skulde være avskåret all adgang til at søke fyldestgjørelse, naar Creditbanken som maa forutsettes fortrinsvis at vareta flertallsinteresser, av hensyn til dem ikke vil skride til tvangsforfølgning».

Det Høyesterett pekte på her, må være det faktum at majoriteten, som følge av deres dårligere prioritet, neppe ville være interessert i å gå til skritt mot låntaker som potensielt kunne føre til en realisasjon av pantet så lenge en annen panthaver hadde en bedre prioritet. Mindretallet risikerte da at enhver inndrivelseshandling kunne bli blokkert. Det må antas at det er dette Høyesterett betegnet som en helt urimelig innskrenkning i mindretallets rettigheter så lenge en uttrykkelig hjemmel ikke kunne påvises.

I teorien har dommen blitt tatt til inntekt for at der «hvor uttrykkelig avtale mangler, må man efter dette legge til grunn at den enkelte obligasjonseier kan aksjonere ved personlig gjeldsforfølgning mot den misligholdende låntager, men er avskåret fra å søke dekning av pantet».³²² Andenæs fremhever et ytterligere poeng som ellers ikke presenteres i teorien. Han mener at Høyesterett la til grunn «at ordningen med banken som representant måtte forstås slik at den enkelte *normalt* er avskåret fra å kreve både forfalne renter og avdrag, og enda mere å heve avtalen p.g.a. mislighold.»³²³ Høyesterett gir ikke uttrykkelig uttrykk for at en slik forståelse. På den andre siden sier Høyesterett at den enkelte obligasjonseier ikke «under alle omstendigheter» kan være avskåret fra selv å kreve forfalne renter og avdrag, før Høyesterett peker på at i dette *konkrete* tilfellet så vil et slikt tolkningsresultat være helt urimelig. Høyesteretts resonnement kan her sies å gi støtte for Andenæs' syn.

Støtte for Andenæs' syn kan også finnes i UfR 1938 s. 853. Der hadde et aksjeselskap tatt opp et obligasjonslån og stillet pant som sikkerhet for sine låneforpliktelser. Selskapet overdro så samtlige av sine pantsatte eiendeler til et annet selskap. To obligasjonseiere anførte at de derved kunne kreve sin andel av lånet tilbakebetalt. En slik rett fulgte av vilkårene for pantebrevet. Spørsmålet var om denne kunne utøves av enkeltstående obligasjonseiere. Den danske høyesterett pekte på at det i et obligasjonslån «foreligger der imellem de enkelte Partialobligationsejere et Interessesfællesskab», og at det dette i det aktuelle lånet «giver sig tydelige Udtryk i Laanedokumenternes tekst». Av dokumentene fremgikk det at partialobligasjonene var andeler av en hovedobligasjon, og av hovedobligasjonen fulgte det at besitteren av hovedobligasjonen, en bank, fikk vidtgående beføyelser til å opptre på obligasjonseiernes vegne. Retten konkluderte med at «... disse Beføjelser kan ikke, eller dog ikke alene, anses som Legitimationsregler [for besitteren av hovedobligasjonen], men maa ogsaa opfattes som Indskrænkninger i de enkelte Partialobligationsejeres

³²² Brækhus (2005) s. 362 jf. Andenæs (1977) s. 339, Arnholm (1950) s. 299, og Sandvik (1982) s. 323.

³²³ Andenæs (1977) s. 339.

Raadighet over deres Fordring» (min tilføyelse). Retten la så til at «Den nævnte Beføjelse [retten til å anse obligasjonene som misligholdt som følge av overdragelsen av de pantsatte eiendelene] maa i alt Fald normalt tilkomme Partialobligationsejerne i Fællesskab eller deres i Hovedobligationen nævnte Repræsentant» (min uth.). Denne uttalelsen er i samsvar med Andenæs' oppfatning av Rt. 1936 s. 318. Retten bemerket forøvrig videre at det ikke var noen grunn til å avvike fra dette utgangspunktet i saken, idet det ikke kunne antas at »Ejerskifte[t] har bragt Partialobligationsejernes Interesser i Fare» (min tilføyelse).

I vår sammenheng er det prinsipielt interessante poenget i dommen at Høyesterett på grunnlag av en forutsetningsbasert tolkning oppstilte begrensninger i obligasjonseiernes rådighet. Hva gjelder den konkrete begrunnelsen i dommen, kan det spørres om tilsvarende synspunkter kan gjøres gjeldende i dag.

Det er for det første et poeng at no action-klausuler nok er mer utbredt i praksis nå, enn hva som var tilfellet før. Der en slik klausul ikke er inntatt i lånedokumentene, vil dette kanskje i dag derfor lettere antas å være resultatet av et bevisst valg fra partenes side. På den andre siden vil det avhenge av en konkret tolkning av det enkelte låneforholdet hvorvidt en utelatelse skal anses som bevisst eller ikke. Dermed er det nok likevel rom for et slikt resonnement som Høyesterett gjennomfører i dommen.

For det andre baserte Høyesteretts resonnement seg på forutsetninger utledet av selve organiseringen av obligasjonslånet. I dag organiseres obligasjonslån stort sett på samme måte, selv om organiseringen nok er underlagt mer spesifikke reguleringer. Fremdeles benyttes en tillitsmann som obligasjonseiernes representant, og det er fremdeles denne som besitter en eventuell panterett på obligasjonseiernes vegne. Høyesterett har også påpekt at realiteten i den tidligere organiseringen ligger tett opp til den nåværende konstruksjonen.³²⁴ De samme forutsetningene kan nok da være til stede i et konkret tilfelle også i dag.

Man kan dermed legge til grunn at synspunktene fremsatt i dommen fremdeles kan ha relevans. Det sentrale poenget er at rådighetsbegrensninger kan følge av en tolkning av rettsforholdet, selv ved fravær av en no action-klausul. Det konkrete utslaget av tolkningsprosessen vil selvfølgelig avhenge av hvilke tolkningsmomenter som eksisterer i det aktuelle lånet. Dommen viser imidlertid at det er grenser for hvilke rådighetsinnskrenkninger som kan pålegges obligasjonseierne i mangel av en klar hjemmel. Dette må antas å være en av grunnene til at no action-klausuler er så utbredte. Ved å benytte en slik klausul, oppnås det dessuten større forutberegnlighet i rettsforholdet, sammenlignet med situasjonen der man overlater rådighetsspørsmålet til utfallet av en forutsetningsbasert tolkning.

³²⁴ Jf. Høyesteretts kjennelse av 7.april 2010 (avsnitt 43).

8.3 Vilkårene for at no action-klausulen skal komme til anvendelse

No action-klausulen i NTMs mal er inntatt i dennes pkt. 7.1.1 (d) (ii). Klausulen lyder som følger:

«Obligasjonseierne [kan] ikke med grunnlag i Avtalen ... opptre direkte overfor Utstederen, herunder ikke selv ta ut søksmål mot Utstederen» (min tilføyelse).

Utsteder er i obligasjonsavtalens pkt. 7.1.1 (d) (iii) på tilsvarende måte avskåret fra å opptre direkte overfor obligasjonseierne. Bestemmelsen vil ikke underkastes en selvstendig drøftelse. Etter mitt syn er dette ikke nødvendig. For det første skiller bestemmelsens ordlyd seg ikke nevneverdig fra den som gjelder for obligasjonseierne, og en selvstendig drøftelse av denne ville da fort ha blitt gjentakende. For det andre er bestemmelsens praktiske betydning neppe stor, i det en utsteder sjelden vil ha noe særlig utbytte av å gå direkte på obligasjonseierne, fremfor å henvende seg til tillitsmannen. I et tilfelle kan likevel bestemmelsen tenkes å være viktig. Dersom utsteder ønsker å påvirke enkelte obligasjonseiere til å opptre til hans fordel, så er det mulig at klausulen kan hindre en slik påvirkning og på den måten bidra til å sikre likebehandling av obligasjonseierne. Et eksempel kan være at utsteder tilbyr obligasjonseiere kompensasjon for å stemme på en fordelaktig måte for ham på obligasjonseiermøtet. En annen side av saken er selvfølgelig at det kan være vanskelig å bevise at en slik påvirkning har skjedd.

Obligasjonseierne kan ikke foreta handlinger som omfattes av no action-klausulen. Spørsmålet om hvilke handlinger som ligger innenfor klausulens rekkevidde er derfor av stor betydning for deres posisjon i obligasjonslånnet. Samtidig er spørsmålet også av betydning både for utsteder og for selve organiseringen av obligasjonslånnet.³²⁵

Av klausulen kan man utlede at tre kumulative kriterier må være oppfylt for at den skal komme til anvendelse. For det første må «obligasjonseierne» foreta seg noe overfor «Utstederen». For det andre må handlingen være foretatt «med grunnlag i Avtalen». Endelig må handlingen innebære at obligasjonseierne «opptrer direkte» overfor utsteder. Innholdet i kriteriene må fastlegges gjennom en avtalerettslig tolkning av klausulen.

For det første må «Obligasjonseierne» foreta seg noe overfor «Utstederen». Kriteriet angår spørsmålet om hvilket partsforhold klausulen kommer til anvendelse på. Avgjørende her er forståelsen av formuleringene «Obligasjonseierne» og «Utstederen». Klausulen kommer kun til anvendelse der medlemmer av førstnevnte gruppe handler overfor den eller de som tilhører sistnevnte gruppe. Begge formuleringene er definert i obligasjonsavtalens kapittel 2. «Utsteder» er der definert som «Den/det foretak som er skyldner (debitor) for Obligasjonene». Denne definisjonen er rettslig uproblematisk, og det vil neppe heller være faktisk vanskelig å etablere hvem som er låntaker. Videre er «Obligasjonseier» definert som «De(n) som er registrert i Verdipapirregisteret som eier av Obligasjon(ene)». Betydningen av også denne formuleringen synes dermed

³²⁵ Jf. avsnitt 8.1.1.

uproblematisk: dersom man er registrert som eier av obligasjoner i VPS, så er man underlagt klausulen. Imidlertid kan obligasjonene i VPS være registrert enten på «enkeltkonti» eller «forvalterkonti», jf. verdipapirregisterloven § 6-2. For obligasjoner registrert på forvalterkonti, vil hvem som er den egentlige eier fremgå av interne registre hos forvalteren, ikke direkte av VPS.³²⁶ Således kan ordlyden tale for at slike obligasjonseiere ikke er omfattet av avtalens definisjon, og dermed ikke er underlagt no action-klausulen. Hensynet til bestemmelsens effektivitet tilsier likevel klart at også slike obligasjonseiere må regnes som «Obligasjonseiere» i forhold til no action-klausulen. Det kan ikke være tilsiktet at bestemmelsen kun skal ramme de obligasjonseiere hvis eierskap direkte fremgår av investorkontoer i VPS. Da kunne en investor ved å velge registrering hos en forvalter unngå at bestemmelsen kom til anvendelse overfor ham. Et annet tolkningsspørsmål kan også reises. No action-klausulen benytter, i motsetning til definisjonen i avtalens pkt. 2, flertallsformuleringen «Obligasjonseierne», hvilket kan forstås dithen at bestemmelsen ikke omfatter handlinger foretatt av enkeltstående obligasjonseiere. Tatt i betraktning at bestemmelsens formål nettopp er å hindre obligasjonseierne i å håndheve sine rettigheter individuelt, så kan en slik forståelse ikke være riktig. Det må være tilstrekkelig at en obligasjonseier handler.

Videre er det, noe selvsagt, ikke slik at bestemmelsen kommer til anvendelse der eier av obligasjoner i et lån opptrer overfor utsteder av et annet lån. Dette følger av en sammenstilling av definisjonene i avtalens pkt. 2. For å være «Utsteder» må man være skyldner av «Obligasjonene». For å være «Obligasjonseier» må man være eier av «Obligasjonene». En «Obligasjon» er definert som «verdipapirer emittert under Avtalen». «Avtalen» er definert som «Denne avtale...», hvilket naturlig forstås som den aktuelle obligasjonsavtalen m.v. i det konkrete lånet. Følgen av dette blir at dersom klausulen skal komme til anvendelse, så er det ikke tilstrekkelig at én obligasjonseier opptrer overfor hvilken som helst utsteder. De må henholdsvis være eier og utsteder av obligasjoner regulert av samme avtale. Kriteriet vil således kun være oppfylt der en eller flere obligasjonseier(e) opptrer overfor den utsteder som er debitor for den eller de obligasjonene han eier.

For det andre må handlingen være foretatt «med grunnlag i Avtalen». Formuleringen «med grunnlag i» innebærer etter en naturlig språklig forståelse et krav om faktisk tilknytning mellom obligasjonseierens opptreden overfor utsteder og obligasjonsavtalen. Av ordlyden følger også at en viss tilknytning ikke er tilstrekkelig, men at tilknytningen må være såvidt sterkt at den har sitt grunnlag i avtalen. Opptrer obligasjonseieren overfor utsteder på grunnlag av obligasjonsavtalen, han vil eksempelvis forhøre seg om utsteders finansielle situasjon, vil kravet til faktisk tilknytning være oppfylt. Omvendt vil neppe

³²⁶ Jf. Bergo (2004) s. 330

kravet være oppfylt der obligasjonseieren opptrer overfor utsteder i forbindelse med andre avtaler, eksempelvis der obligasjonseieren på grunnlag av en separat avtale selger sine obligasjoner til utsteder eller har andre forretningsforbindelser med utsteder.

Spørsmålet er nærmere om det er tilstrekkelig med faktisk tilknytning mellom obligasjonsavtalen og obligasjonseierens opptreden overfor utsteder, eller om det må kreves at denne tilknytningen er ytterligere kvalifisert. To tolkningsalternativer kan oppstilles på bakgrunn av ordlyden «grunnlag»: 1) det er tilstrekkelig at obligasjonsavtalen er *faktisk grunnlag* for obligasjonseierens opptreden, eller 2) obligasjonsavtalen må påberopes som *rettslig grunnlag* for et krav.

I dagligtalen tillegges «grunnlag» en videre betydning enn «rettslig grunnlag», hvilket kan sies å tale i favør av det første tolkningsalternativet. I juridisk terminologi benyttes imidlertid uttrykkene ofte synonymt, hvilket kan tale i favør av det siste tolkningsalternativet. For en slik forståelse taler også at «søksmål» eksplisitt nevnes i bestemmelsen som en handling obligasjonseierne selv ikke kan foreta. Utover dette gir ordlyden ingen veiledning. Andre tolkningsmomenter må derfor vurderes.

Dersom det første tolkningsalternativet legges til grunn, så vil obligasjonseierne være avskåret fra enhver kontakt med utsteder. For obligasjonseierne kan dette hevdes å utgjøre en fordel i tråd med de hensyn som begrunner klausulen, ved at disse da er sikret at ingen søker å oppnå særfordeler på de øvrige obligasjonseierens bekostning, hverken gjennom rettslig pågang eller uformell kontakt. For utsteder kan det kanskje hevdes å være en fordel at han dermed slipper å beskjeftige seg med henvendelser fra obligasjonseierne i tillegg til ukoordinert rettslig pågang. Mot dette tolkningsalternativet taler at det vil kunne være en betydelig ulempe både for utsteder og obligasjonseiere ikke å kunne ha direkte kontakt der det oppstår krevende situasjoner, eksempelvis spørsmål om restrukturering av lånet. I samme retning taler at det i praksis nok vil være svært vanskelig å kontrollere overholdelsen av det som i realiteten vil være et totalforbud mot kontakt mellom partene. Endelig kan det påpekes at en slik tolkning neppe har støtte i markedspraksis, der det er vanlig at obligasjonseierne i visse situasjoner har direkte kontakt med utsteder.

Dersom det andre alternativet legges til grunn, vil obligasjonseierne kunne opptre overfor utsteder så lenge de ikke gjør gjeldende et krav med rettslig grunnlag i obligasjonsavtalen. For utsteder innebærer dette, i tråd med bestemmelsens hovedformål, at han skånes for rettslig pågang fra enkeltstående obligasjonseiere. For utsteder kan ulempen ved at obligasjonseierne dermed ikke er avskåret fra annen kontakt, neppe være større enn fordelene en slik kontakt kan gi i form av effektiv kommunikasjon. Utsteder kan, dersom han ønsker det, avvise slik kontakt uten å løpe noen rettslig risiko. Visst kan utsteder risikere at obligasjonseierne blir misfornøyde, og med det påføre seg selv en kommersiell ulempe, men denne risikoen ligger nok utenfor no action-klausulens formål

å ivareta. For obligasjonseierne kan det hevdes at denne tolkningen innebærer ulemper ved at ressurssterke obligasjonseiere dermed gis mulighet til å påvirke utsteder til deres gunst. Så lenge slike obligasjonseiere er avskåret fra selv å gjøre gjeldende krav med rettslig grunnlag i avtalen, men er henvist til å følge obligasjonsavtalens system,³²⁷ så kommer obligasjonsavtalens bestemmelser om minoritetsvern til anvendelse. Denne ulempen vil da ikke bli større enn hva som er tillatt etter obligasjonsavtalen. No action-klausulen har neppe som formål å gi et vern utover hva som følger av disse bestemmelsene. Denne potensielle ulempen kan da neppe tillegges noen særlig vekt. Virkningene av de ulike tolkningsalternativene taler således for at alternativ 2 skal legges til grunn.

Rettspraksis gir også støtte for tolkningsalternativ 2. I Oslo byfogdembetes kjennelse av 4. november 2009 legger retten til grunn at utgangspunktet må være at «den enkelte kreditor er avskåret fra selv å forfølge sitt krav».³²⁸ Særlig vekt må det ha at Høyesterett i kjennelsen av 7.april 2010 (avsnitt 28) legger til grunn at «Den enkelte obligasjonseier fraskriver seg etter avtaleverket retten til selv å gjøre pågang eller å ta rettslige skritt overfor låntaker». Denne tolkning vil også være i samsvar med engelsk og amerikansk praksis, der no action-klausuler gis anvendelse på «all actions that could only be pursued by a [bondholder]» (min tilføyelse).³²⁹

Etter mitt syn bør det etter dette legges til grunn at tilknytningen må bestå i at obligasjonsavtalen påberopes som rettslig grunnlag. En slik tolkning hindrer ukoordinert pågang fra enkeltstående obligasjonseiere, hvilket må antas å være klausulens hovedformål, og har dessuten støtte i rettspraksis og markedspraksis.

Kriteriet om at handlingen må være foretatt «med grunnlag i Avtalen» vil således klart vært oppfylt der en eller flere obligasjonseier(e) med rettslig grunnlag i obligasjonsavtalen foretar en handling rettet mot utsteder, enten i form av en direkte henvendelse eller rettslige skritt som begjæring om konkurs og søksmål.

I andre situasjoner kan det være mer tvilsomt om kriteriet er oppfylt. Et eksempel kan være at en investor er obligasjonseier, samtidig som han selv har ytet et alminnelig lån til utsteder. På et tidspunkt blir han via tillitsmannen informert om at fremtidige betalinger på obligasjonene mest sannsynlig vil bli misligholdt. Denne informasjonen har han mottatt som følge av tillitsmannes plikt til å informere obligasjonseierne, jf. obligasjonsavtalens pkt. 6.1.1. På denne bakgrunn henvender så investoren seg til utstederen, og krever det alminnelige lånet tilbakebetalt. Kriteriet vil her neppe være

³²⁷ Jf. avsnitt 0.

³²⁸ Dommen er behandlet i avsnitt 8.1.2.

³²⁹ Jf. Rawlings (2009) s. 20.

oppfylt. Riktignok har investoren mottatt informasjonen på grunnlag av obligasjonsavtalen, men selve handlingen har rettslig grunnlag i en annen avtale.

Et enda mer tvilsomt eksempel kan bygge på saksforholdet i Oslo tingretts dom av 14. august 2006. Saken sto mellom utsteder av et obligasjonslån, Nordea Bank Norge ASA, og to obligasjonseiere. Tvisten gjaldt forståelsen av et begrep i lånets tegningsinnbydelse, som var bestemmende for hvilken sluttkurs obligasjonseierens avkastning skulle beregnes ut fra. Vilåret var ikke inntatt i obligasjonsavtalen. Man kan tenke seg at det i et annet tilfelle er strid om forståelsen av et avtalevilkår som kun er inntatt i tegningsinnbydelsen. «Avtalen» er i obligasjonsavtalens pkt. 2 definert som «Denne avtale med tillegg av de eventuelle Vedlegg avtalen viser til...». Forutsatt at vilåret ikke er inntatt i obligasjonsavtalen eller i et av avtalens vedlegg, så vil det dermed falle utenfor definisjonen av «Avtale», hvilket kan tale for at tilknytningskravet ikke er oppfylt slik at no action-klausulen ikke kommer til anvendelse. Videre kan man forutsette, som tilfellet var i tingrettens dom, at forståelsen av det omtvistede vilåret er bestemmende for obligasjonens sluttkurs. Hvis no action-klausulen da ikke kommer til anvendelse, åpnes det opp for at enkelte obligasjonseiere kan få en annen sluttkurs enn de øvrige, hvilket innebærer en forskjellsbehandling. Å unngå en slik forskjellsbehandling er en av begrunnelsene for no action-klausulen, hvilket taler for at bestemmelsen likevel skal komme til anvendelse. Hvordan en slik situasjon skal løses, kan være tvilsomt. Etter min oppfatning vil klausulens formål her måtte veie tyngre enn en formalistisk ordlydsfortolkning, slik at klausulen kommer til anvendelse.

Endelig må handlingen innebære at obligasjonseierne «opptrer direkte» overfor utsteder. Dette er det tredje og siste kriteriet som må være oppfylt for at en handling skal rammes av no action-klausulen. «Opptrer» har en svært vid språklig betydning. Det følger av sammenhengen at «opptrer» her må forstås synonymt med «handler». Hvis denne forståelsen legges til grunn, så vil enhver handling omfattes av formuleringen. En slik vid forståelse kan hevdes å være for upresis, slik at det er fare for at klausulens anvendelsesområde blir mer omfattende enn tilsiktet av avtalepartene. Imidlertid begrenser de to kriteriene som er drøftet ovenfor klausulens anvendelsesområde. Dessuten ligger det en ytterligere avgrensning i at opptreden må skje «direkte» overfor utsteder. På denne bakgrunn er det nok forsvarlig å legge til grunn denne betydningen av «opptrer».

Videre kan det spørres hva som ligger i at opptreden må skje «direkte» overfor utsteder. «Direkte» kan ha flere betydninger. Her følger det av sammenhengen at «direkte» er brukt i betydningen «uten mellomledd». Dersom man legger ordlyden til grunn, vil det da være slik at obligasjonseierne kan opptre overfor utsteder så lenge opptreden skjer via et mellomledd. Hva dette mellomleddet skal være, følger ikke av bestemmelsen. For det første er det da mulig å forstå bestemmelsen slik at

obligasjonseiernes handling ikke rammes så lenge hvilket som helst mellomledd benyttes. En alternativ forståelse er at obligasjonseiernes handling rammes, med mindre et *spesifikt* mellomledd benyttes. Den første forståelsen kan ikke være gangbar, rett og slett av den grunn at obligasjonseierne da enkelt ville kunne unngå den organiseringen av kreditorsiden som obligasjonsavtalen legger opp til. Et spesifikt mellomledd må dermed benyttes. Bestemmelsen bør videre ses i sammenheng med obligasjonsavtalens organisering av kreditorsiden. Tillitsmannen etableres der som obligasjonseiernes representant. En konsekvent tolkning må da innebære at tillitsmannen er det mellomledd som må benyttes av obligasjonseierne for at deres handlinger ikke skal rammes av no action-klausulen. At det er tillitsmannen som skal forfølge obligasjonseiernes krav, er også lagt til grunn i kjennelsene fra Høyesterett og Oslo byfogdembete nevnt ovenfor i avsnitt 8.1.2.

8.4 Virkninger av at klausulen kommer til anvendelse

For det første avskjærer no action-klausulen på avtalemessig grunnlag obligasjonseierne fra å foreta visse handlinger. Hvilke handlinger dette er, ble drøftet ovenfor. Denne rettsvirkningen følger direkte av klausulen selv, jf. ordlyden «ikke».

For det andre tvinger klausulen obligasjonseierne til å benytte seg av tillitsmannen der de vil foreta slike handlinger som omfattes av klausulen overfor utsteder. Dette kan ikke utledes direkte av klausulens ordlyd. Resultatet kan begrunnes ved å ta utgangspunkt i de tre kumulative kriteriene som må være oppfylt for at no action-klausulen skal komme til anvendelse. Obligationseierne kan unngå at klausulen skal komme til anvendelse ved å unngå at minst et av disse er oppfylt. Dersom obligasjonseierne ønsker å opptre overfor utsteder med rettslig grunnlag i obligasjonsavtalen, er det kun kriteriet om at handlingen innebærer en «direkte» opptreden som kan manipuleres. De to andre kriteriene vil i dette tilfellet alltid måtte være oppfylt for at den ønskede handlingen skal kunne foretas. Tar man i betraktning tolkningen av «direkte» ovenfor, ble resultatet der at tillitsmannen var det mellomleddet som kunne benyttes for at en handling ikke skulle anses som omfattet av formuleringen «direkte». Nettopp dette er den andre virkningen som no action-klausulen medfører. Tillitsmannen må opptre på obligasjonseiernes vegne der de ønsker å foreta handlinger overfor utsteder med grunnlag i obligasjonsavtalen.

Denne forståelsen av no action-klausulen innebærer at fullmaktsforholdet mellom obligasjonseierne og tillitsmannen kan sammenlignes med et fullmaktsforhold der fullmektigen er gitt eksklusiv rett til å opptre i et rettsforhold. Forskjellen er her likevel den at tillitsmannen kan byttes ut. Lassen fremhever at selv om en fullmaktsgiver forplikter seg til at et fullmaktsoppdrag skal være eksklusivt, så taper ikke fullmaktsgiveren

dermed sin rettslige disposisjonsevne.³³⁰ I forlengelsen av denne argumentasjonen, kan det spørres om obligasjonseierne således kan foreta rettslige disposisjoner i strid med no action-klausuler. Lassen påpeker at «hvis fullmaktsgiveren B har tilsagt fullmektigen A eksklusiv rett til å opptre for seg i visse forhold, er B kontraktsrettslig forpliktet overfor A til ikke å bruke sin rådighet i det forholdet det gjelder»,³³¹ slik at avtaler inngått i strid med Bs forpliktelse vil utgjøre et kontraktsbrudd overfor A. Imidlertid er det her utstederen som er berettiget etter no action-klausulen.³³² Obligasjonseierne må derfor overholde sin forpliktelse etter klausulen overfor utsteder. Med Lassen kan man si at «Annerledes kan det bli hvis B overfor C [utsteder] har lovet at bare A [tillitsmannen] skal kunne gi C *påbud* i et bestemt forhold. Her er det klart at C – så lenge dette løftet gjelder – kan avvise påbud som kommer fra B. Her har B fraskrevet seg en rettighet overfor C, og det må han stå ved overfor C» (mine tilføyelser).³³³

Det blir derfor av stor betydning for obligasjonseierne hvilke vilkår obligasjonsavtalen oppstiller for at tillitsmannen skal bli forpliktet til å opptre på deres vegne. Hvorvidt man ser dette som en rettsvirkning av no action-klausulen eller ikke, kan nok betegnes som en smakssak. Imidlertid bør det i alle fall kunne hevdes at dette er en indirekte virkning av at no action-klausulen er utformet slik den er.

Herunder er det for det første et spørsmål hvem som har rett til å instruere tillitsmannen. Obligasjonseiermøtet har klart en slik rett, jf. avtalens pkt. 5.1.1 og 5.3.7.³³⁴ Videre følger det av obligasjonsavtalens pkt. 6.2.2 at «Obligasjonseiere som representerer minst 1/5 av Stemmeberettigede Obligasjoner» kan instruere tillitsmannen. Obligasjonseierne selv har ikke innsyn i opplysninger om eierforholdene i VPS, jf. verdipapirregisterloven §§ 8-1 og 8-2.³³⁵ Det kan da virke tvilsomt hvor praktisk det er at en gruppe av obligasjonseiere med tilstrekkelig antall obligasjoner samles ad-hoc. Man bør nok derfor anta at bestemmelsen vil være av størst praktisk betydning der en enkelt obligasjonseier selv besitter det tilstrekkelige antall obligasjoner.³³⁶ Dersom kravet til representasjon er oppfylt, krever bestemmelsen videre at tillitsmannen får et skriftlig krav om å gjennomføre et tiltak, at det dreier seg om «tiltak som nevnt i pkt. 6.2.1» og at obligasjonseiermøtet ikke har truffet vedtak om andre løsninger. Tiltak som nevnes i pkt. 6.2.1 er erklæring av mislighold og forfall, heving av obligasjonsavtalen og inndrivelse av utestående beløp som «tiltak».

³³⁰ Jf. Lassen (1992) s. 48.

³³¹ L.c.

³³² Jf. avsnitt 4.5.

³³³ Lassen l.c.

³³⁴ Jf. avsnitt 6.3.

³³⁵ Jf. Torvund (2010) note 34.

³³⁶ Ifølge NTM er det imidlertid i norske obligasjonslån ikke uvanlig at større obligasjonseierne vil vite hvem de andre obligasjonseierne av betydning er.

Det kan spørres om det er et vilkår for obligasjonseiernes instruksjonsmyndighet etter pkt. 6.2.2, på samme måte som for tillitsmannens myndighet etter pkt. 6.2.1, at noen av begivenhetene nevnt i obligasjonsavtalens pkt. 3.8 har inntrådt. Spørsmålet forfølges ikke videre her.

Både der obligasjonseiermøtet og en eller flere obligasjonseiere med et tilstrekkelig antall obligasjoner instruerer tillitsmannen om å gjennomføre et tiltak, følger det av pkt. 6.2.3 at tillitsmannen skal holdes skadeløs og at han kan kreve skadesløsholdelse og sikkerhet fra de obligasjonseiere som har krevet tiltaket gjennomført eller stemt for gjennomføringen av et slikt tiltak på obligasjonseiermøtet. Det bør påpekes at kravet til skadesløsholdelse kan gjøre det vanskeligere å få håndhevet låneavtalens bestemmelser. Som Kahan påpeker om tilsvarende bestemmelser i obligasjonslån underlagt amerikansk rett: «Any bondholder legitimately would be reluctant to offer blank-check indemnification».³³⁷

No action-klausulen, sett i sammenheng med obligasjonsavtalens bestemmelser om instruksjon av tillitsmannen, innebærer dermed at kompetansen til å iverksette håndhevelse av obligasjonseiernes rettigheter ligger hos obligasjonseiermøtet eller den eller de obligasjonseiere som har et tilstrekkelig antall obligasjoner. Som Prime påpeker, så kan denne ordningen «be seen as having sinister aspects from the point of view of the bondholders, whose individual rights of action have been taken away».³³⁸ Imidlertid kan man i den annen retning med Rawlings si, når han oppsummerer rettstilstanden i USA og England, at «If an action were worth pursuing ... it would attract support from the trustee or other noteholders».³³⁹

8.5 Hvem kan påberope seg klausulen?

Spørsmålet er nærmere hvem av partene som er berettiget til å påberope seg no action-klausulen der en obligasjonseier handler i strid med denne. Forutsetningen i det videre er således at det foreligger et brudd på bestemmelsen.

For det første er det et spørsmål om utstederen er berettiget til å påberope seg klausulen. Av klausulens ordlyd kan man ikke direkte slutte at han skal ha en slik rett. På den andre siden er det handlinger rettet mot utsteder som klausulen avskjærer. Siden det dermed er utsteder som klausulen direkte tar sikte på å beskytte, så bør han også kunne påberope seg den. Hvis utstederen skulle være avhengig av at en av de andre partene i obligasjonsavtalen skulle ønske å påberope klausulen, så ville utsteders beskyttelse ha blitt vesentlig redusert og mest sannsynlig begrenset til de tilfellene der det ville være i en

³³⁷ Kahan (2002) s. 1062.

³³⁸ Prime (1990) s. 301.

³³⁹ Rawlings (2009) s. 20

av de andre partenes interesse å påberope seg klausulen. Dette kan ikke ha vært intensjonen med klausulen. Utsteder må klart ha rett til å påberope seg klausulen.

For det andre er det et spørsmål om de av obligasjonseierne som ikke har handlet i strid med klausulen, kan påberope seg at denne er overtrådt overfor obligasjonseierne som har handlet. Av klausulen selv fremgår det kun at den innebærer en *forpliktelse* for obligasjonseierne. Det kan da virke underlig om obligasjonseierne skal kunne være berettiget til å påberope seg denne. Likevel er det klart at klausulen, foruten å beskytte utsteder, også tar sikte på å sikre likebehandling av obligasjonseierne. Av den grunn bør obligasjonseierne også kunne påberope seg klausulen. Man kan tenke seg at utsteder ser det som fordelaktig å gi en ressurssterk obligasjonseier særfordeler, og dermed ikke ønsker å påberope seg klausulen. I en slik situasjon vil det være et behov for at også obligasjonseierne skal være berettiget til å kunne påberope seg klausulen. Tatt i betraktning klausulens formål, så bør man legge til grunn at obligasjonseierne kan påberope seg den.

For det tredje er det et spørsmål om tillitsmannen på eget initiativ kan påberope seg at klausulen er overtrådt. No action-klausulen har ikke som formål å beskytte tillitsmannen, men tillitsmannen opptre likefullt som obligasjonseierens representant, og deres interesser ivaretas blant annet gjennom no action-klausulen. Hvorvidt det skal ligge innenfor tillitsmannens kompetanse å påberope seg denne klausulen, fremstår da som noe usikkert. På den ene siden kan det være behov for det der obligasjonseierne som ikke har handlet i strid med klausulen mangler ressurser eller kunnskap til å kunne reagere. På den andre siden er det klart at utsteder, dersom denne samhandler med en obligasjonseier, vil opptre i strid med den likelydende bestemmelsen obligasjonsavtalens pkt. 7.1.1 (d) (iii). Det kan nok da argumenteres for at det da ikke er noe behov for at tillitsmannen skal kunne påberope seg klausulen i avtalens pkt. 7.1.1 (d) (ii). Videre kan det oppfattes som problematisk at tillitsmannen opptre offensivt overfor obligasjonseiere, når han skal være deres representant, selv om obligasjonseieren har handlet i strid med obligasjonsavtalen. Løsningen er usikker. Etter mitt syn bør tillitsmannen her, for å sikre en klar rollefordeling, ikke på eget initiativ kunne påberope seg brudd på no action-klausulen, men i tilfelle være henvist til å gå på utsteder for brudd på obligasjonsavtalens pkt. 7.1.1 (d) (iii).

8.6 Sammenligning av ulike ”no action”-klausuler

En no action-klausul kan utformes på forskjellige måter. Det kan være av verdi å vise andre utforminger av no action-klausuler, for å avdekke hvorvidt det foreligger forskjeller som kan være mer eller mindre velbegrunnede. Foruten reguleringen i NTMs mal, kan man fra norsk kontraktspraksis hente et annet eksempel fra den tidligere mønsteravtalen. Av dennes pkt. 16.5 fulgte det at:

«Den enkelte obligasjonseier kan ikke på egen hånd søke dekning for sin(e) obligasjon(er) direkte hos Låntaker»

Sammenlignet med klausulen som benyttes i dag, synes denne å ha en noe snevrere rekkevidde. Etter sin ordlyd avskjærer den kun enkeltstående obligasjonseieres handling, hvilket kan forstås dithen at den ikke kommer til anvendelse der flere obligasjonseiere handler samlet. Ordlyden «søke dekning» kan også tale for at handlinger som kun får indirekte betydning for utbetalingen på obligasjonsavtalen, slik som tvist om tolkning av kontraktsvilkår, ikke er omfattet. Om bestemmelsen virkelig må forstås slik etter en nærmere tolkning, vurderer jeg ikke videre.

Klausulene som benyttes i angloamerikansk kontraktspraksis skiller seg noe fra de som anvendes i Norge. Et eksempel på en typisk utforming er:

«Only the trustee may enforce the rights and remedies of the Bondholders ... against the Company and no Bondholders ... shall be entitled to proceed directly against the Company unless the Trustee, having become bound to do so in accordance with the terms of these presents, fails to do so and such failure is continuing.»³⁴⁰

I likhet med reguleringene i malen og mønsteravtalen, tar klausulen etter sin ordlyd sikte på å avskjære at obligasjonseierne selv kan gå til rettslige skritt, jf. «proceed directly», mot låntaker. På to punkter skiller denne varianten seg likevel fra den som benyttes i malen. For det første angis det eksplisitt at det i utgangspunktet utelukkende er *trustee*³⁴¹ som kan opptre overfor låntaker. Det er ingen åpenbar grunn til at tilsvarende ikke skal fremgå av reguleringen i NTMs mal. Tvert i mot kunne det ha bidratt til klarhet dersom man der presiserte at det er tillitsmannen som skal opptre på vegne av obligasjonseierne. For det andre følger det direkte av klausulen at dersom *trustee* ikke handler i overensstemmelse med vilkårene i avtaledokumentene (*these presents*), så kan obligasjonseierne selv gå til rettslige skritt. Dette spørsmålet er heller ikke regulert i malen.

Et eksempel fra amerikansk kontraktspraksis kan finnes i den såkalte Revised Model Simplified Indenture.³⁴² *Indenture* er amerikansk juridisk terminologi for låneavtalen i obligasjonsavtalen.³⁴³ Revised Model Simplified Indenture er en revisjon av en mønsteravtale for obligasjonslån utviklet av *the American Bar Association*.³⁴⁴ No action-klausulen fremgår av dennes pkt. 6.06 om «Limitation on Suits» (se nedenfor):

³⁴⁰ Prime (1990) s. 302.

³⁴¹ Se nærmere om *trustee* i avsnitt 3.5.

³⁴² Publisert i ABA (2000) s. 1115 flg.

³⁴³ Jf. avsnitt 3.5.

³⁴⁴ Se nærmere om bakgrunnen for mønsteravtalen i ABA (2000) s. 1115.

«A Securityholder may pursue a remedy with respect to this Indenture or the Securities only if:

- (1) the Holder gives to the Trustee notice of a continuing Event of Default;
- (2) the Holders of at least 25% in Principal amount of the Securities make a request to the Trustee to pursue the remedy;
- (3) the Trustee either (i) gives to such Holders notice it will not comply with the request, or (ii) does not comply with the request within [15 or 30] days after receipt of the request; and
- (4) the Holders of a majority in Principal amount of the Securities do not give the Trustee a direction inconsistent with the request prior to the earlier of the date, if ever, on which the Trustee delivers a notice under Section 6.06(3)(i) or the expiration of the period described in Section 6.06(3)(ii).»

Klausulen er mer detaljert enn de andre eksemplene som er nevnt overfor. Sammenlignet med eksemplene fra norsk kontraktspraksis, er det en forskjell at den etter sin ordlyd begrenser seg til å regulere obligasjonseierens adgang til å gjøre gjeldende rettslige skritt, jf. «remedy», i forbindelse med *the Indenture* og *the Securities* (obligasjonene). Dessuten viser klausulen ikke eksplisitt til at det er overfor låntaker at adgangen til å benytte rettsmidler begrenses. Det følger likevel av sammenhengen at det er overfor denne at det skjer en begrensning, idet det er låntaker som er den aktuelle motparten i saker som angår obligasjonen og obligasjonsavtalen. Dessuten følger det av klausulen, på samme måte som i eksemplet ovenfor, at begrensningen i adgangen til å benytte rettsmidler ikke gjelder dersom *trustee* ikke handler i overensstemmelse med reguleringene i klausulen. Endelig er det inntatt direkte i klausulen, hvem som kan instruere *trustee* til å handle. På dette punktet er oppbygningen i NTMs mal rent kontraktsteknisk annerledes, selv om det nok ikke er vesentlige forskjeller i det materielle innholdet.

Sammenligningen med klausulene hentet fra angloamerikansk kontraktspraksis avdekker at no action-klausulen i NTMs mal kanskje kan forbedres på to punkter. For det første kan det være en fordel å innta bestemmelsene om hvem som kan instruere tillitsmannen i samme bestemmelsen som no action-klausulen. Dette kan bidra til at håndhevelsesssystemet fremstår tydeligere. For det andre kan det være fordelaktig om det inntas en regulering av hva som skal skje der tillitsmannen ikke handler. Om man i det tilfellet skal kunne la den enkelte obligasjonseier handle på egen hånd, er vel mer tvilsomt.

9 Obligasjonseierkomitéer

Tidvis etableres det såkalte obligasjonseierkomitéer. Disse er ikke omtalt i obligasjonsavtalen og faller derfor utenfor den avtalebaserte strukturen som er drøftet i kapitlene ovenfor. Siden slike komitéer faktisk etableres, så skal praksis på dette området beskrives slik at drøftelsen av kreditorsidens struktur blir fullstendig.

En obligasjonseierkomité vil typisk bestå av alle eller noen av obligasjonseierne, eller representanter for disse, og eventuelle rådgivere. Slike komitéer vil ikke være gitt noen formell kompetanse til å binde hverken tillitsmannen eller obligasjonseierne, og opprettes på forskjellige måter. Opprettelsen skjer enten ved vedtak på obligasjonseiermøtet, eller ved at enkeltstående obligasjonseiere eller tillitsmannen beslutter å opprette en komité. Komitéens nærmere sammensetning avgjøres av den som forestår opprettelsen. Komitéens funksjon varierer også, og dens rolle kan være mer eller mindre fremtredende. Komitéen kan eksempelvis ha som mandat å fremforhandle kommersielle løsninger med utsteder på vegne av obligasjonseierne, eller ha en mer begrenset rolle som et organ tillitsmannen kan henvende seg til ved behov for diskusjon av aktuelle beslutninger. Det kan også tenkes at obligasjonseierkomitéen utelukkende tjener som et uformelt forum for noen av obligasjonseierne, der de kan bli enige om hva de ønsker å gjøre i en spesifikk situasjon.

Opprettelsen av en obligasjonseierkomité kan ha forskjellige begrunnelser. Man kan eksempelvis tenke seg at utsteder er ute av stand til å betjene sin gjeld, slik at det oppstår kompliserte spørsmål om restrukturering av lånet. I denne situasjonen kan det være behov for en kontinuerlig dialog mellom obligasjonseierne og utsteder, og/eller mellom obligasjonseierne og tillitsmannen. En slik dialog ville rent praktisk være vanskelig å få til dersom man måtte kalle inn til et obligasjonseiermøte hver gang behovet for å innhente obligasjonseiernes mening meldte seg. Obligasjonseierkomitéer kan således bidra til at restruktureringsprosesser kan gjennomføres på en effektiv måte. I andre tilfeller kan denne typen komitéer tjene utelukkende som et uformelt koordineringsverktøy for obligasjonseiere med sammenfallende interesser.

Et spørsmål er hvordan obligasjonseierkomitéer forholder seg til obligasjonsavtalens bestemmelser. Problemstillinger kan her tenkes å oppstå i to relasjoner. For det første er en potensiell problemstilling, siden obligasjonsavtalen ikke tillegger obligasjonseierkomitéer kompetanse, om obligasjonseiermøtet har adgang til å subdelegere sin kompetanse til en obligasjonseierkomité. I praksis vil en obligasjonseierkomité aldri være gitt, eller pretendere å ha, formell kompetanse til å binde obligasjonseierfellesskapet eller tillitsmannen, jf. ovenfor. Der beslutninger med et slikt

innhold er påkrevet, vil den aktuelle saken i tråd med obligasjonsavtalens bestemmelser henvises til avgjørelse av enten tillitsmannen eller på obligasjonseiermøtet. Problemstillingen er da neppe praktisk. Jeg begrenser meg derfor til å nevne noen tolkningsmomenter som kan være aktuelle, siden problemstillingen likevel kan tenkes å oppstå. For delegasjonsadgang kan det tale at avtalen ikke direkte stenger for at en slik kompetanseoverføring skal kunne skje, og at obligasjonseiermøtet er det høyeste organet i obligasjonseierfellesskapet. Imidlertid kan det også sies å tale mot delegasjonsadgang at slik adgang ikke følger direkte av avtalens ordlyd. Et annet moment som taler mot delegasjonsadgang, er at obligasjonsavtalen legger opp til en nøye regulert struktur for hvordan henholdsvis obligasjonseierne og tillitsmannen skal bindes, der obligasjonseierne er gitt både et materielt og prosessuelt vern. Et ytterligere moment mot delegasjonsadgang kan være at man for aksjeselskap har lagt til grunn at generalforsamlingen ikke kan overføre sin kompetanse til «særskilt delegatforsamling som generalforsamlingen velger representanter til blant aksjeeierne».³⁴⁵ Vekten av sistnevnte moment er usikker, siden det i aksjeselskap vil være snakk om å opprette et organ med beslutningskompetanse utenfor en lovregulert struktur. Etter mitt syn må nok obligasjonsavtalen tolkes slik at man ikke kan gi obligasjonseierkomitéer beslutningskompetanse. Særlig vekt må det ha at dette harmonerer dårlig med strukturen som obligasjonsavtalen oppretter.

I utenlandsk praksis kan man imidlertid støte på tilfeller der adgang til sub-delegasjon følger direkte av avtaleverket i lånet. Prime gir et eksempel på en slik klausul hentet fra et lån underlagt engelsk rett.³⁴⁶ Klausulen ga obligasjonseiermøtet kompetanse:

«To appoint any persons (whether Bondholders or not) as a committee or committees to represent the interest of the Bondholders and to confer upon such committees any powers or discretions which the Bondholders could themselves exercise by Extraordinary resolution».³⁴⁷

For det andre kan det, der obligasjonseierkomitéer opptrer overfor utsteder, oppstå spørsmål om en slik opptreden innebærer et brudd på no action-klausulen i avtalens pkt. 7.1.1 (d) (ii). En anførsel om at så er tilfelle, kan tenkes å komme fra en obligasjonseier som er misfornøyd med komiteens sammensetning eller komiteens mandat, eller fra en obligasjonseier som rett og slett ønsker at eventuelle forhandlinger med långiver skal trenes. Kriteriene for at klausulen skal komme til anvendelse, er behandlet ovenfor.³⁴⁸ I praksis vil obligasjonseierkomitéers opptreden overfor utsteder være begrenset til kommersielle forhandlinger. Der rettslige skritt er nødvendige, vil komitéen selv ikke

³⁴⁵ Aarbakke (2004) s. 314.

³⁴⁶ Jf. Prime s. 308.

³⁴⁷ L.c.

³⁴⁸ Jf. avsnitt 0.

foreta disse, men følge avtalens system for håndhevelse og overlate det til tillitsmannen å foreta slike disposisjoner. Over kom jeg til at det andre kriteriet – den aktuelle handlingen må ha vært foretatt «med grunnlag i Avtalen» – kun vil ramme handlinger som innebærer at obligasjonsavtalen påberopes som et rettslig grunnlag. Det kan konstanteres at dette kriteriet ikke vil være oppfylt ved en obligasjonseierkomité's kommersielle forhandlinger med utsteder. Slike forhandlinger innebærer ikke at man går til rettslig skritt eller krever oppfyllelse av utsteder. Derav følger at klausulen ikke vil komme til anvendelse. Imidlertid må det nokså klart antas at klausulen vil komme til anvendelse dersom en obligasjonseierkomité skulle gå til rettslige skritt, hvilket ikke skjer i praksis.

Etter dette kan det slås fast at bruken av obligasjonseierkomitéer ikke strider med obligasjonsavtalens bestemmelser, idet komitéene vil forholde seg til kreditorsidens formelle struktur. Obligasjonseierkomitéer har imidlertid faktiske virkning ved at det opprettes uformelle strukturer i tillegg til den formelle strukturen på kreditorsiden. Slike uformelle strukturer kan påvirke hvordan obligasjonseierne bruker sin innflytelse i den formelle strukturen, eksempelvis ved at en rekke obligasjonseiere i en obligasjonseierkomité blir enige om hvordan disse skal stemme på et obligasjonseiermøte. I forhold til obligasjonsavtalen er dette neppe problematisk, ettersom obligasjonseierne i utgangspunktet kan stemme slik de ønsker.³⁴⁹ Et annet poeng er at slike uformelle strukturer også kan føre til at kreditorsiden blir mer uoversiktlig. Man kan eksempelvis tenke seg tilfellet der utsteder tar opp obligasjonslån for å finansiere byggingen av et skip, og obligasjonseierne får pant i nybygget som sikkerhet for lånet. På et tidspunkt går utsteder konkurs. En obligasjonseierkomité opprettes for å ivareta obligasjonseierne's interesser i den etterfølgende prosessen. Som ledd i denne prosessen gis komitéen mandat til å forhandle med skipsverftet om hvordan situasjonen skal løses. På samme tid er tillitsmannen også aktiv i prosessen. Her er det lett å tenke seg at det for skipsverftet kan fremstå som uklart om det er tillitsmannen eller komitéen som har evne til å binde obligasjonseierne, og dermed hvilke utsagn som er bindende. Dette er neppe et stort problem i praksis, så lenge obligasjonseierkomitéen opplyser om sin rolle.

³⁴⁹ Jf. avsnitt 6.4.2.

10 Avsluttende refleksjoner

Kreditorsidens struktur har i det foregående vært gjenstand for en rettsdogmatisk drøftelse. I hovedsak har drøftelsen bygget på en detaljert tolkning av avtaleverket som benyttes på det norske markedet. De enkelte trekk ved strukturen har også blitt kommentert fortløpende. Avslutningsvis skal det derfor påpekes noen karakteristikk ved strukturen som kan være interessante i et overordnet perspektiv.

Strukturen etableres ved avtale og er i visse henseende særegen for obligasjonslån. Avtalefriheten er en viktig kilde til nydannelser på det privatrettslige feltet.³⁵⁰ Dagens struktur har røtter tilbake til partialobligasjonsinstituttet og kan dermed neppe lenger betegnes som en nydannelse. Likefullt må ordningen med en oppstyking av lånet til ulike kreditorer, som deretter skulle representeres felles overfor låntager av en tillitsmann, på et tidspunkt ha fremstått som kreativ og ukjent. Således kan strukturen hevdes å være et eksempel på en nydannelse som har kommet til gjennom bruk av avtalefriheten. Den kan nok sies å ha blitt akseptert allerede ved Høyesteretts dom i Rt. 1936 s. 316. En aksept som, tatt i betraktning Høyesteretts kjennelse av 7. april 2010, må antas fremdeles å være til stede.

Videre vil det, som vi har sett, normalt være en rekke obligasjonseiere i samme lån. Dermed er det behov for en koordinering av de ulike interessene på kreditorsiden, bl.a. for å unngå negative virkninger som følge av interessekonflikter mellom obligasjonseierne. Dette koordineringsbehovet ivaretas nettopp ved den strukturen som etableres på kreditorsiden. Imidlertid er et slikt koordineringsbehov ikke unikt for obligasjonslån. Der det eksisterer flere interesser i det samme, eksempelvis i fast eiendom eller en virksomhet, foreligger det generelt en mulighet for interessemotsetninger som kan føre med seg negative virkninger, både for interesseobjektet og interessentene. I et slikt perspektiv kan kreditorsidens struktur sies å være et av flere eksempler på en løsning av det samme problem. Andre eksempler kan være organiseringen av aksjeselskap, ansvarlig selskap, syndikatlån, sameier, foreninger m.m.

Endelig kan spørsmålet reises om kreditorsidens struktur helt eller delvis bør reguleres ved lov. Dette er gjort i andre europeiske land som eksempelvis Belgia, Frankrike, Luxembourg, Sveits og Tyskland.³⁵¹ Imidlertid må nok avtaleverket som benyttes i dag, ved sin utbredelse, antas å være oppfattet som velfungerende av aktørene på markedet.

³⁵⁰ Jf. Eckhoff (2001) s. 252 jf. Haaskjold (2002) s. 32. Om avtalefrihetens betydning for rettsutviklingen, se Eckhoff (2001) s. 245-254.

³⁵¹ Jf. Wood (2007a) s. 306-308.

Etter at usikkerheten mht. tillitsmannens rettslige interesse har fått sin løsning ved Høyesteretts kjennelse, er det da kanskje ikke noen tungtveiende grunner som taler for at en lovregulering bør skje.

Kildeliste med forkortelser

Bøker og artikler

- Aarbakke (2004) Aarbakke, Magnus mfl. *Aksjeloven og allmennaksjeloven. Kommentarutgave*. 2. utg. Oslo, 2004.
- ABA (2000) American Bar Association. *Revised Model Simplified Indenture and Commentary*. I: The Business Lawyer. 2000, s. 1115–1226.
- Andenæs (1977) Andenæs, Mads Henry. *Sameier og selskaper*. Oslo, 1977.
- Andenæs (2006) Andenæs, Mads Henry. *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*. 2. utg. Oslo, 2006.
- Andenæs (2007) Andenæs, Mads Henry. *Selskapsrett*. Oslo, 2007.
- Arnholt (1950) Arnholt, Carl Jacob. *Panteretten*. 2. utg. Oslo, 1950.
- Bergo (2004) Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. Oslo, 2004.
- Bergsåker (2005) Bergsåker, Trygve. *Pengekravsrett*. Oslo, 2005. (1. utg.: Oslo : Gyldendal, 1994. Opptrykk av 6. oppl., Oslo : Gyldendal, 2002)³⁵²
- Bernt (1986) Bernt, Jan Fridthjof og Kai Krüger. *Ugyldighetsbegrepet i kontraktsretten og forvaltningsretten*. I: Festskrift til Torstein Eckhoff; Samfunn, rett og rettferdighet. Oslo, 1986, s. 86 – 124.
- Bernt (2002) Bernt, Jan Fridthjof, Oddvar Overå og Harald Hove. *Kommunalrett*. 4.utg. Universitetsforlaget, 2002.
- Brækhus (1998) Brækhus, Sjur. *Omsetning og kreditt 3 og 4. Omsetningskollisjoner*. Oslo, 1998.
- Brækhus (2005) Brækhus, Sjur og Borgar Høgetveit Berg. *Omsetning og kreditt 2. Pant og annen realsikkerhet*. 3. utg. Oslo, 2005.
- Eckhoff (1991) Eckhoff, Torstein og Nils Kristian Sundby. *Rettsystemer*. 2. utg. Oslo,

³⁵² Selv om boken først ble utgitt i 1994, og etter det ikke har fått sitt innhold endret, vises det til 2005-utgaven siden det er usikkert hvorvidt sideoppsettet fremdeles er det samme.

- Eckhoff (2001) Eckhoff, Torstein og Jan Helgesen. *Rettskildelære*. 5. utg. Oslo, 2001.
- Eckhoff (2006) Eckhoff, Torstein og Eivind Smith. *Forvaltningsrett*. 8. utg. Universitetsforlaget, 2006.
- Eng (1990) Eng, Svein. *Begrepene «kompetanse» og «gyldighet» i juridisk argumentasjon*. I: Tidsskrift for rettsvitenskap. 1990, s. 625 – 671.
- Falkanger (2007) Falkanger, Thor og Aage Thor Falkanger. *Tingsrett*. 6. utg. Oslo, 2007.
- Federspiel (1999) Federspiel, Herman. *Mere om trusten og særlig om dens anvendelse i finansielle transaksjoner*. I: Ugeskrift for Retsvæsen. 1999, s. 361-366. (U.1999B.361).
- Feldthusen Feldthusen, Rasmus Kristian. *Trusts*. København, 2002.
- Goode (2004) Goode, Roy. *Commercial law*. 3. utg. LexisNexis UK, 2004.
- Haaskjold (2002) Haaskjold, Erling. *Kontraktsforpliktelser*. Oslo, 2002.
- Hagstrøm (2003) Hagstrøm, Viggo. *Obligasjonsrett*. Oslo, 2003.
- Hov (1982) Hov, Jo. *Selvdømme i foreningsforhold*. I: Tidsskrift for rettsvitenskap. 1982, s. 181-276.
- Kahan (2002) Kahan, Marcel. *Rethinking corporate bonds: The trade-off between individual and collective rights*. I: New York University Law Review. 2002, s. 1040-1088.
- Krüger (1984) Krüger, Kai. *Pengekrav*. 2. utg. Bergen, 1984.
- Lassen (1992) Lassen, Birger Stuevold. *Kontraktsrettslig representasjon*. 2. utg. Oslo, 1992.
- Nisja (2003) Nisja, Ola. *Standardvilkår – en oversikt*. I: Tidsskrift for forretningsjus. 2003, s. 302-315.
- Prime (1990) Prime, Terence. *International bonds and certificates of deposit*. Butterworth & Co, 1990.
- Rawlings (2007) Rawlings, Philip. *The changing role of the trustee in international bond issues*. I: Journal of Business Law. 2007, januar, s. 43-66.
- Rawlings (2009) Rawlings, Philip. *Reinforcing collectivity: the liability of trustees and the power of investors in finance transactions*. I: Trust Law International. 2009, s. 14-34.

- Rich (1980) Rich, Frederic C. *International Debt Obligations of Enterprises in Civil Law Countries: The Problem of Bondholder Representation*. I: Virginia Journal of International Law. Årg. 21 (1980-1981), s. 269 –
- Sandbekk (2002) Sandbekk, Håkon. *Misbruk av generalforsamlingens myndighet*. I: Tidsskrift for Forretningsjus. Nr. 3 2002, s. 438-473.
- Sandvik (1982) Sandvik, Tore, Kai Krüger og Ole Johan Giertsen. *Norsk panterett*. 2. utg. Bergen, 1982.
- Selvig (2010) Selvig, Erling. *Kommentar til gjeldsbrevloven*. I: Norsk lovkommentar nettversjon. [sitert 26. januar 2010].
- Torvund (2010) Torvund, Olav. *Kommentar til verdipapirregisterloven*. I: Norsk lovkommentar nettversjon. [sitert 26. januar 2010].
- Truyen (2004) Truyen, Filip. *Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper*. I: Jussens venner. 2004, s. 305-328.
- Underhill (2003) Underhill, Willam og Jonathan Cotton. *How Colt Telecom rebuffed the vultures*. I: International Financial Review. Mars 2003, s. 17-20.
- Wood (2007a) Wood, Philip R. *Law and practice of international finance*. Vol. 3: *International loans, bonds, guarantees, legal opinions*. 2. utg. London, 2007.
- Wood (2007b) Wood, Philip R. *Law and practice of international finance*. Vol. 1: *Principles of international insolvency*. 2. utg. London, 2007.
- Woxholth (2008) Woxholth, Geir. *Foreningsrett*. 3. utg. Oslo, 2008.
- Woxholth (2009) Woxholth, Geir. *Avtalerett*. 7. utg. Oslo, 2009.

Avtaler

Mønsteravtalen	<i>Mønster for avtale mellom låntaker, tillitsmann og obligasjonseiere om forvaltning av obligasjonslån.</i> Publisert i: Småskrift fra Den norske Bankforening, januar 1993.
Obligasjonsavtalen	Norsk Tillitsmann ASA. <i>Obligasjonsavtale for bank, finans, kommune og enklere industri.</i>
Revised model simplified indenture	American Bar Association. <i>Revised Model Simplified Indenture.</i> Publisert med kommentarer i: The Business Lawyer. 2000, s. 1115–1226.

Norske avgjørelser

Rt. 1936 s. 318.

Høyesteretts kjennelse av 7. april 2010 (HR-2010-568-A)

Borgarting lagmannsretts kjennelse av 30.9 2009 (LB-2009-96441)

Oslo tingretts dom av 14. august 2006 (TOSLO-2005-180213)

Oslo byfogdembetes kjennelse av 4. november 2009 (sak nr. 09-145346KON-OBYF/2)

Danske avgjørelser

UfR 1938 s. 853

Engelske avgjørelser

British American Nickel Corp Ltd v MJ O'Brien Ltd [1927] A.C. 369

Elektrim SA v Vivendi Holdings [2008] EWCA Civ 1178 [2009]1 Lloyd's Rep. 59.

Goodfellow v Nelson Line [1912] 2 ch. 324

Highberry Ltd v Colt Telecom Group Plc (No.1) [2002] EWHC 2503 [2003]1 B.C.L.C.

Highberry Ltd v Colt Telecom Group Plc (No.2) [2002] EWHC 2815 [2003] B.P.I.R. 324.

Law Debenture Trust Corp Plc v Concord Trust [2007] EWHC 1380 [2007] WL 1623384

Lover

1918	Lov 31. mai 1918 nr. 4 om avslutning av avtaler, om fuldmagt og om ugyldige viljeserklæringer
1939	Lov 17. februar 1939 nr. 1 om gjeldsbrev
1980	Lov 8. februar 1980 nr. 2 om pant
1997	Lov 13. juni 1997 nr. 44 om aksjeselskaper
2002	Lov 5. juli 2002 nr. 64 om registrering av finansielle instrumenter
2007	Lov 29. juni 2007 nr. 74 om regulerte markeder

Forarbeider

Utkast til lov om
gjeldsbrev

St.meld. nr. 41 «Næringspolitikk inn i det 21. århundret»
(1998)

Innstilling om «Forarbeid til lov av 11. juni 1976 nr. 71 om
Kredittforetak av finansieringsvirksomhet»
27. januar 1976

Ot.prp. nr. 39 «Om lov om registrering av finansielle instrumenter»
(2001-2002)

Diverse nettdokumenter

Oslo Børs (2007) Oslo Børs. *Obligasjoner – et sikkert, men spennende alternativ*. 2007.
[http://www.oslobors.no/content/download/14036/373343/file/](http://www.oslobors.no/content/download/14036/373343/file/Obligasjonsbrosjyre_2007.pdf)
Obligasjonsbrosjyre_2007.pdf [sitert 27. mai 2010].

NTM (2009) *Brev til Finansdepartementet i forbindelse med kjennelsen i Borgartings Lagmannsrett av 30. september 2009*. 27. oktober 2009.
[http://media.regjeringen.no/fin/docs/](http://media.regjeringen.no/fin/docs/brev_%20norsk_tillitsmann_271009.pdf)
brev_%20norsk_tillitsmann_271009.pdf [sitert 27. mai 2010].

VPS (2010)

Statistikk for verdipapirer registrert i VPS pr. 31.12 fra 2005 til 2009.

<http://www.vps.no/public/content/download/4852/25917/>

[file/Registrert_i_VPS_2005-2009.pdf](http://www.vps.no/public/content/download/4852/25917/file/Registrert_i_VPS_2005-2009.pdf) [siteret 4.januar 2010].

Vedlegg

Obligasjonsavtale

Inngått:	DD måned 20YY
mellom Utstederen:	XX
med org nr:	XXX XXX XXX
og Tillitsmannen:	Norsk Tillitsmann ASA
med org nr:	963 342 624
på vegne av Obligasjoneierne i:	FRN / XX% [Utstederens navn] [åpent] obligasjonslån 20YY/20YY
med ISIN	NO00104

Utstederen har forpliktet seg til å emittere Obligasjonene på de vilkår som følger av Avtalen.

1. Obligasjonenes særlige vilkår

Med de presiseringer og definisjoner som følger av Avtalens kap 2 har Obligasjonene følgende særlige vilkår:

FRN

Emisjonsramme:	NA / XX	XX millioner
Emisjonsbeløp	XX	XX millioner
Pålydende:	500 000	
Valuta:	NOK (norske kroner)	
Emisjonsdato:	DD måned 20YY	
Forfallsdato:	DD måned 20YY	
Innfrielseskurs:	100 % av Pålydende	
Call:	DD måned 20YY / NA	XX % av Pålydende / NA
Put:	DD måned 20YY / NA	XX % av Pålydende / NA
Rentestartdato:	Emisjonsdato/ NA	
Obligasjonsrente:	Referanserente + Margin	
Referanserente:	3 måneder (NIBOR)	
Margin:	X,XX prosentpoeng p.a.	
Rentebetalingsdato:	DD måned, DD måned, DD måned, DD måned hvert år	
Rentekonvensjon:	Faktiske/360	
Tilleggsbeløp:	JA/NA	

Bankdagkonvensjon:	Modifisert påfølgende Bankdagkonvensjon
Notering:	JA/NEI
Noteringssted:	NA/Oslo Børs/ABM

FIX

Emisjonsramme:	NA / XX	XX millioner
Emisjonsbeløp	XX	XX millioner
Pålydende:	500 000	
Valuta:	NOK (norske kroner)	
Emisjonsdato:	DD måned 20YY	
Forfallsdato:	DD måned 20YY	
Innfrielseskurs:	100 % av Pålydende	
Call:	DD måned 20YY / NA	XX % av Pålydende / NA
Put:	DD måned 20YY / NA	XX % av Pålydende / NA
Rentestartdato:	Emisjonsdato/ NA	
Obligasjonsrente:	XX % p.a	
Referanserente:	NA	
Margin:	NA	
Rentebetalingsdato:	DD måned hvert år	
Rentekonvensjon:	30/360	
Tilleggsbeløp:	JA / NA	
Bankdagkonvensjon:	Ujustert	
Notering:	JA / NEI	
Noteringssted:	NA/Oslo Børs/ABM	

2. Presiseringer og definisjoner

I Avtalen gjelder følgende presiseringer og definisjoner av ord og uttrykk:

Avtalen:	Denne avtale med tillegg av de eventuelle Vedlegg avtalen viser til, og eventuelle senere endringer og tillegg som partene avtaler.
Bankdag:	Dag som norske banker kan gjennomføre valutatransaksjoner og som også er åpningsdag for Norges Banks oppgjørssystem (NBO).
Bankdagkonvensjon:	Konvensjon som angir hva som skal gjelde dersom Rentebetalingsdato, Calldato, Putdato eller Forfallsdato ("Betalingsdato") ikke er en Bankdag. (i) Er Bankdagkonvensjon angitt som "Modifisert påfølgende" flyttes Betalingsdato til første påfølgende Bankdag. Medfører flyttingen at Rentebetalingsdato/Forfallsdato faller i påfølgende kalendermåned, flyttes derimot Betalingsdato til siste Bankdag forut for opprinnelig Betalingsdato. (ii) Er Bankdagkonvensjon angitt som "Ujustert" fastholdes Betalingsdato selv om den ikke er Bankdag (betalinger gjennomføres da på første Bankdag etter Betalingsdato).
Call:	Utstederens rett til førtidig å innløse Obligasjoner på angitte tidspunkt(er) ("Calldato") og tilhørende kurs(er) ("Callkurs") jf pkt 3.6 og pkt 3.7. Calldato skal justeres i henhold til Bankdagkonvensjon. Er Call angitt som NA gjelder ikke bestemmelsene om Call.
Egne Obligasjoner:	Obligasjoner som eies av Utstederen, noen som har bestemmende innflytelse over Utstederen eller noen som Utstederen har bestemmende innflytelse over.
Emisjon:	Utstedelse av Obligasjoner i henhold til Avtalen.
Emisjonsbeløp:	Summen av Pålydende på de Obligasjoner som (minimum) skal inngå i første Emisjon.
Emisjonsdato:	Dato for første Emisjon.
Emisjonsramme:	Det beløp som summen av Pålydende av samtlige Obligasjoner høyst kan utgjøre. Er NA angitt i feltet for Emisjonsramme, kan det ikke emitteres ut over det beløp som er angitt under Emisjonsbeløp.
Finansinstitusjon:	Foretak med tillatelse etter finansieringsvirksomhetsloven (lov 1988/40).
Forfallsdato:	Datoen Obligasjonene forfaller til betaling. Forfallsdato justeres i henhold til Bankdagkonvensjon.
Innfrielseskurs:	Kursen, fastsatt i prosent av Pålydende, som Obligasjonene skal innløses til på Forfallsdato.
ISIN:	Identifikasjonsnummeret for Obligasjonene (International Securities Identification Number).
Margin:	Det tillegg, angitt i prosentpoeng, som skal tillegges Referanserenten. Er Margin angitt som NA anvendes ikke Margin.
Markeds plass:	Den verdipapirbørs eller annen anerkjent markeds plass for verdipapirer, hvor Utstederen har eller søker Obligasjonene notert. Om NEI er angitt under Notering gjelder ikke bestemmelsene i Avtalen som henviser til Markeds plass.

NIBOR:	(Norwegian Interbank Offered Rate) renteavlesning for en nærmere angitt periode på Reuters side NIBR kl 12.00 i Oslo. Dersom Reuters side NIBR ikke er tilgjengelig, fjernet, eller endret slik at den oppgitte rente etter Tillitsmannens oppfatning ikke gir et riktig uttrykk for Referanserenten, skal det benyttes en annen side på Reuters eller annen elektronisk nyhetsformidler som Tillitsmannen mener angir den samme rente som Reuters side NIBR. Er dette ikke mulig beregner Tillitsmannen rentesatsen basert på sammenlignbar kvotering mellom banker.
Notering:	Avgjør spørsmålet om notering på Markeds plass av Obligasjonene. Er JA angitt i feltet for Notering er Utstederen forpliktet til å søke Obligasjonene notert på Markeds plass. Er NEI angitt i feltet for Notering foreligger ingen forpliktelse til å søke notering på Markeds plass, men er samtidig ikke et hinder for at dette kan gjøres.
Noteringssted:	Markeds plass(er) hvor Obligasjonene søkes notert ved første Emisjon.
Obligasjon:	Verdipapirer emittert under Avtalen og som er registrert i Verdipapirregisteret.
Obligasjonseier:	De(n) som er registrert i Verdipapirregisteret som eier av Obligasjon(ene).
Obligasjonseiermøte:	Møte av Obligasjonseiere avholdt i henhold til Avtalens kap 5.
Obligasjonsrente:	<p>Den rentesats som Obligasjonene forrentes med:</p> <p>(i) Er Obligasjonsrenten angitt som en prosentsats skal Obligasjonene forrentes til denne prosentsatsen pro anno (basert på Rentekonvensjonen angitt i kap 1) fra og med Rentestartdato til Forfallsdato.</p> <p>(ii) Er Obligasjonsrenten angitt som Referanserente + Margin skal Obligasjonene forrentes pro anno med den rentesats som svarer til Referanserente + Margin (basert på den i kap 1 angitte Rentekonvensjonen), fra og med Rentestartdato til første Rentebetalingsdato og deretter løpende fra og med hver Rentebetalingsdato til neste Rentebetalingsdato inntil Forfallsdato. Referanserenten reguleres med virkning fra og med hver Rentebetalingsdato til neste Rentebetalingsdato/Forfallsdato.</p>
Put:	Obligasjonseierens rett til førtidig å innløse Obligasjoner til angitte tidspunkt(er) ("Putdato") og tilhørende kurs(er) (Putkurs") jf pkt 3.6 og pkt 3.7. Putdato skal justeres i henhold til Bankdagkonvensjon. Er Put angitt som NA gjelder ikke bestemmelsene om Put.
Pålydende:	Det nominelle beløp på hver Obligasjon.
Referanserente:	NIBOR på hver Rentefastsettelsesdato, avrundet til nærmeste hundredels prosentpoeng, for den renteperiode som er angitt under Referanserente. Referanserenten reguleres med virkning fra og med hver Rentebetalingsdato til neste Rentebetalingsdato. Er Referanserenten angitt som NA anvendes ikke Referanserente.

Registerfører:	Det foretak som av Utsteder er utpekt til å administrere (føre utstederkonto for) Obligasjonene i Verdipapirregisteret.
Rentebetalingsdato:	De(n) dato(er) Obligasjonsrenten forfaller til betaling (hvert år). Rentebetalingsdato justeres i henhold til Bankdagkonvensjon.
Rentefastsettelsesdato:	De datoer Referanserenten fastsettes for kommende renteperiode for Obligasjoner med regulerbar rente. Første Rentefastsettelsesdato er to Bankdager før Rentestartdato. Deretter er Rentefastsettelsesdato to Bankdager før hver Rentebetalingsdato.
Rentekonvensjon:	Konvensjon for beregning av Obligasjonsrenten. (i) Er Rentekonvensjon angitt som 30/360 skal rentebetaling fra og med en Rentestartdato/Rentebetalingsdato til neste Rentebetalingsdato beregnes på grunnlag av et år som består av 360 dager med 12 måneder à 30 dager. Unntatt fra dette er: (a) Hvis den siste dag i perioden er den 31. kalenderdag i måneden og den første dag i perioden ikke er den 30. eller den 31. kalenderdag i måneden, så skal den måned som inneholder siste dag i perioden ikke avkortes til 30 dager. (b) Hvis den siste dag i perioden er den siste kalenderdag i februar måned, så skal februar måned ikke forlenges til en måned bestående av 30 dager. (ii) Er Rentekonvensjon angitt som Faktisk/360 skal rentebetaling beregnes på grunnlag av faktisk antall påløpte kalenderdager fra og med Rentestartdato/ Rentebetalingsdato til neste Rentebetalingsdato. Antallet rentedager divideres med 360.
Rentestartdato:	Den dato Obligasjonene er rentebærende fra. Er Rentestartdato angitt som NA anvendes ikke Rentestartdato.
Stemmeberettigede Obligasjoner:	Utestående Obligasjoner fratrukket Egne Obligasjoner.
Tilleggsbeløp:	Hvis JA er angitt under Tilleggsbeløp gjelder særlige bestemmelser for Obligasjonenes avkastning m.v. fastsatt i Vedlegg. Er Tilleggsbeløp angitt som NA foreligger ikke bestemmelser om Tilleggsbeløp.
Tillitsmann:	Norsk Tillitsmann ASA eller dens etterfølger(e)..
Utestående Obligasjoner:	Summen av Pålydende av alle Obligasjoner som ikke er innfridd og slettet i Verdipapirregisteret..
Utsteder:	Den/det foretak som er skyldner (debitor) for Obligasjonene.
Valuta:	Den valuta Obligasjonene er denominert i.
Vedlegg:	Eventuelle vedlegg til Avtalen.
Verdipapirregister:	Det register der Obligasjonene er registrert.

3. Obligasjonens øvrige vilkår

3.1. Formålet med Emisjonen

- 3.1.1. Formålet med Emisjonen er generell finansiering av Utstederens virksomhet.

3.2. Obligasjonenes notering og prospekt

- 3.2.1. Ved notering av Obligasjonene på Markeds plass skal spørsmål om noteringen som krever obligasjonseierens samtykke avgjøres etter bestemmelsene i Avtalen.
- 3.2.2. Er Obligasjonene notert på Markeds plass skal Utstederen fremskaffe de dokumenter og den informasjon som er nødvendig for å opprettholde noteringen.
- 3.2.3. Utstederen skal sørge for at Avtalen vedlegges som en del av prospekt og annet tegnings- og informasjonsmateriell for Obligasjonene.

3.3. Obligasjonenes status

- 3.3.1. Obligasjonene utgjør en ordinær gjeldsforpliktelse for Utstederen, som bare står tilbake for forpliktelser som ved lov skal dekkes foran ordinære gjeldsforpliktelser.

3.4. Obligasjonenes sikkerhet

- 3.4.1. Det er ikke etablert særskilt sikkerhet til dekning av Obligasjonene.

3.5. Utstederens særlige forpliktelser

- 3.5.1. Utstederen forplikter seg til ikke (enten dette skjer som én, eller flere handlinger, frivillig eller ufrivillig):

- (a) å overdra hele eller deler av virksomheten,
- (b) å endre virksomhetens art eller
- (c) å foreta fusjon, fisjon eller annen form for reorganisering av virksomheten,

hvis dette medfører en vesentlig svekkelse av Utstederens evne til å oppfylle sine forpliktelser etter Avtalen.

- 3.5.2. For Utstederens opplysningsplikt, se pkt 4.7.

3.6. Utstederens betalinger

- 3.6.1. Utstederen skal på hver Rentebetalingsdato etterskuddsvis betale påløpte Obligasjonsrenter til Obligasjonseierne.
- 3.6.2. Utstederen skal på Forfallsdato betale til Obligasjonseierne Pålydende på Obligasjonen multiplisert med Innfrielseskursen.
- 3.6.3. Utstederen skal på Forfallsdato betale eventuelle Tilleggsbeløp til Obligasjonseierne.
- 3.6.4. Utstederen kan ikke påberope seg motkrav eller gjennomføre motregning i betalingsforpliktelser som følger av Avtalen.

- 3.6.5. Ved utøvelse av eventuell Call eller Put skal Utstederen på dato angitt under Call eller Put betale til Obligasjonseierne Pålydende på Obligasjonene som skal innfris multiplisert med den kurs som skal gjelde for den angitte dato, med tillegg av påløpt Obligasjonsrente.
- 3.6.6. Et hvert beløp som Utstederen skal betale til Obligasjonseierne skal være disponibelt for Obligasjonseierne den dato beløpet skal betales i henhold til Avtalen.
- 3.6.7. Hvis Utstederen ikke har betalt forfalte krav etter Avtalen, uavhengig av om Obligasjonene er erklært misligholdt, skal det betales en forsinkelsesrente av det forfalte kravet tilsvarende det høyeste av:
- a) NIBOR for en periode på en uke med tillegg av 3 % p.a. (fastsettes to Bankdager før forfallet, og deretter ukentlig), og
 - b) gjeldende Obligasjonsrente på det aktuelle forfallstidspunkt med tillegg av 3 % p.a.

Forsinkelsesrenter skal månedlig legges til det forfalte krav og forrentes med dette (renters rente).

3.7. Utøvelse av førtidig innløsningsrett av Obligasjonene

- 3.7.1. Hvis Utstederen ønsker å utøve eventuell Call, skal dette meldes til Obligasjonseierne og Tillitsmannen senest 30 - tretti - Bankdager før innløsning skal gjennomføres.
- 3.7.2. Utsteders innløsning av mindre enn alle Obligasjonene skal gjennomføres ved uttrekning mellom Obligasjonene.
- 3.7.3. Hvis Obligasjonseieren ønsker å utøve eventuell Put, skal dette meldes Obligasjonseierens egen registerfører i Verdipapirregisteret senest 15 - femten - Bankdager før innløsning skal gjennomføres.

3.8. Mislighold av Obligasjonene

- 3.8.1. Obligasjonene kan av Tillitsmannen erklæres misligholdt dersom:
- (a) Utstederen ikke rettidig har overholdt sine betalingsforpliktelser etter pkt. 3.6, med mindre betaling etter Tillitsmannens oppfatning åpenbart vil bli gjennomført, og er gjennomført, innen 5 – fem – Bankdager etter at beløpet forfalt,
 - (b) Utstederen ikke oppfyller øvrige vesentlige forpliktelser etter Avtalen, med mindre forholdet etter Tillitsmannens oppfatning kan rettes og er rettet, innen 10 – ti – Bankdager etter at Utstederen ble oppmerksom på forholdet,
 - (c) Utstederen ikke er i stand eller villig til å oppfylle andre låneforpliktelser (inklusive garantiforpliktelser) som er forfalt, eller kan bringes til førtidig forfall som følge av Utstederens mislighold, forutsatt at summen av nevnte låneforpliktelser utgjør mer enn det høyeste av NOK 10 000 000 (norske kroner ti millioner) eller 1 prosent av Utstederens bokførte egenkapital ved avgivelsen av siste årsregnskap,
 - (d) Utstederen tas under konkursbehandling, offentlig administrasjon, innleder gjeldsforhandling, erkjenner å være insolvent, eller en vesentlig andel av Utstederens aktiva er gjenstand for dekningsalg, tvangsfullbyrdelse, arrest, utlegg eller beslag,
 - (e) Utstederen blir besluttet oppløst,

- (f) Utstederen i tilknytning til Obligasjonene eller Avtalen (etter Tillitsmannens vurdering) har avgitt mangelfulle eller feilaktige opplysninger, erklæringer, bekreftelser, eller inneståelser av vesentlig betydning, eller
- (g) Utstederen er i en situasjon som gir Tillitsmannen, etter konsultasjon med Utstederen, rimelig grunn til å anta at Utstederen ikke er i stand til å oppfylle sine forpliktelser etter Avtalen.

4. Andre bestemmelser

4.1. Krav til dokumentasjon

4.1.1. Tillitsmannen skal ha mottatt fra Utstederen den dokumentasjon som er angitt nedenfor senest to Bankdager før dato for første Emisjon.

- (h) Avtalen undertegnet,
- (i) Utstederens beslutning om Emisjon,
- (j) dokumentasjon som viser at den som undertegner Avtalen har rett til å forplikte Utstederen (firmaattest, fullmakter m.v.),
- (k) Utsteders vedtekter,
- (l) bekreftelse på at kravene i verdipapirhandelloven kap 7 (prospektkrav) er oppfylt,
- (m) eventuelle offentlige godkjenninger som er nødvendige for Emisjonen,
- (n) bekreftelse på at Obligasjonene er registrert i Verdipapirregisteret,
- (o) eventuell underskrevet avtale om dekning av Tillitsmannens honorarer og utgifter i henhold til pkt 4.9.2,
- (p) eventuell erklæring i henhold til pkt 4.2.2,
- (q) all øvrig relevant dokumentasjon som er fremlagt i tilknytning til Emisjonen, og
- (r) eventuelle erklæringer (herunder advokaterklæringer) som Tillitsmannen ber om i forbindelse med forhold nevnt under dette pkt 4.1.1.

4.1.2. Tillitsmannen kan, når Tillitsmannen finner det forsvarlig, endre fristen eller dokumentasjonskravene etter pkt 4.1.1.

4.1.3. Før Obligasjonene kan emitteres skal Tillitsmannen skriftlig meddele Utstederen, Emisjonens tilrettelegger og Registerføreren at dokumentene er kontrollert og at dokumentasjonskravene er oppfylt.

4.2. Erklæring fra Utsteder

4.2.1. Ved enhver Emisjon er Utstederen ansvarlig for at:

- (a) alle opplysninger som er avgitt i forbindelse med Emisjonen, så langt Utstederen kjenner til, er i samsvar med de faktiske forhold, og at det ikke forekommer utelatelse som er av en slik art at de kan endre de gitte opplysningenes betydningsinnhold med hensyn til vurderingen av Obligasjonene, og at Utstederen har gjort alle rimelige tiltak for å sikre dette,
- (b) Utstederen har fattet gyldig beslutning om Emisjonen, og at Emisjonen ikke er i konflikt med Utstederens øvrige forpliktelser, og
- (c) offentlige krav er oppfylt (herunder verdipapirhandelloven kap 7 og emisjonsforskriften av 1996 nr. 1247), og at påkrevde offentlige godkjenninger foreligger.

- 4.2.2. Tillitsmannen kan før enhver Emisjon kreve at Utstederen ved særskilt erklæring bekrefter oppfyllelsen av pkt. 4.2.1.

4.3. Emisjoner etter første Emisjon

- 4.3.1. Dersom det er angitt Emisjonsramme i pkt.1, kan Utstederen foreta ytterligere Emisjoner innenfor Emisjonsrammen, forutsatt at:

- (s) Emisjonen skjer senest fem (5) Bankdager før Forfallsdato, og at
- (t) kravene som følger av pkt 4.1.1 og pkt 4.2.1 fortsatt er oppfylt.

Gjennomføring av ytterligere Emisjoner krever skriftlig bekreftelse fra Tillitsmannen til Utstederen på at vilkårene foreligger med mindre (i) Utstederen er en Finansinstitusjon og (ii) Obligasjonene for Utstederen utgjør en usikret ordinær gjeldforpliktelse (ikke ansvarlig lån).

- 4.3.2. Utstederen kan med skriftlig samtykke fra Tillitsmannen utvide Emisjonsrammen. Eventuell utvidelse av Emisjonsrammen skal meddeles Obligasjonseierne og Markedsplatsen.

4.4. Registrering av Obligasjonene

- 4.4.1. Utstederen skal løpende besørge korrekt registrering av Obligasjonene i Verdipapirregisteret.

4.5. Rentefastsettelse

- 4.5.1. Dersom Avtalen fastsetter at Obligasjonsrenten skal reguleres i Obligasjonenes løpetid, foretas rentefastsettelse av Tillitsmannen. Obligasjonsrenten frem til neste Rentebetalingsdato skal meddeles Obligasjonseierne, Utstederen, Registerføreren og Markedsplatsen.

4.6. Utsteders erverv av Obligasjoner

- 4.6.1. Utstederen kan erverve Obligasjoner og beholde, avhende eller slette disse Obligasjonene i Verdipapirregisteret.

4.7. Utstederens opplysningsplikt

- 4.7.1. Utstederen skal:
- (u) straks informere Tillitsmannen om ethvert mislighold av Avtalen, og om ethvert forhold som Utstederen forstår eller burde forstå vil kunne føre til mislighold,
 - (v) uoppfordret informere Tillitsmannen om øvrige forhold hos Utstederen av vesentlig betydning for Utstederens oppfyllelse av Avtalen,
 - (w) uoppfordret informere Tillitsmannen før Utstederen gjennomfører overdragelse av hele eller deler av virksomheten eller endrer virksomhetens art,
 - (x) på anmodning oversende Tillitsmannen Utstederens årsrapport og delårsrapport samt annen informasjon som Tillitsmannen har saklig behov for,
 - (y) på anmodning fra Tillitsmannen sende oversikt over Utstederens beholdning av Egne Obligasjoner,
 - (z) uoppfordret sende kopi til Tillitsmannen av meldinger som innebærer at kreditorvarsel skal utstedes i henhold til lov og forskrifter,

- (æ) uoppfordret sende kopi til Tillitsmannen av meldinger til Markedsplatsen som er relevante for Utstederens forpliktelser i henhold til Avtalen,
- (ø) uoppfordret informere Tillitsmannen om endringer i registreringen av Obligasjonene i Verdipapirregisteret, og
- (å) uoppfordret i forbindelse med avleggelse av årsrapport, eller på forespørsel fra Tillitsmannen, sende til Tillitsmannen bekreftelse på overholdelse av særskilte forpliktelser som følger av Avtalen.

4.8. Meddelelser

- 4.8.1. Tillitsmannens skriftlige meddelelser, varsler, innkallinger mv. til Obligasjonseierne, skal sendes via Verdipapirregisteret, med kopi til Utstederen og Markedsplatsen. Informasjon til Obligasjonseierne kan også bli publisert på web-siden www.stamdata.no.
- 4.8.2. Utstederens skriftlige meddelelser til Obligasjonseierne skal sendes via Tillitsmannen, eventuelt via Verdipapirregisteret med kopi til Tillitsmannen og Markedsplatsen.

4.9. Omkostninger

- 4.9.1. Utstederen skal dekke alle egne utgifter i forbindelse med Avtalen og gjennomføring av Avtalens bestemmelser, herunder utarbeidelse av Avtalen, eventuell notering av Obligasjonene på Markedsplats og registrering og administrasjon av Obligasjonene i Verdipapirregisteret.
- 4.9.2. Tillitsmannens vederlag og omkostninger skal dekkes av Utstederen. For Finansinstitusjoner, kommuner og fylkeskommuner fastsettes årlig honorar i henhold til gjeldende honorarsats og vilkår på tillitsmannens hjemmeside (www.trustee.no) på Emisjonsdato, med mindre annet er særskilt avtalt med Tillitsmannen. For andre utstedere fastsettes honorar i egen avtale. Tillitsmannens omkostninger som ikke kan inndrives på grunn av insolvens eller lignende hos Utstederen, skal kunne dekkes ved å avkorte utbetaling til Obligasjonseierne.
- 4.9.3. Eventuelle offentlige avgifter i forbindelse med Avtalen og gjennomføring av Avtalens bestemmelser skal dekkes av Utstederen. Utstederen har ikke ansvar for eventuelle offentlige avgifter på omsetning av Obligasjonene.
- 4.9.4. Utstederen er ansvarlig for at eventuell kildeskatt i henhold til norsk lov blir tilbakeholdt.

5. Obligasjonseiermøte

5.1. Obligasjonseiermøtets myndighet

- 5.1.1. Obligasjonseiermøtet er obligasjonseierfellesskapets øverste organ. Dersom Obligasjonseierens beslutning eller samtykke er nødvendig etter Avtalen eller etter lov, treffes vedtak om dette på Obligasjonseiermøte. Vedtak truffet på Obligasjonseiermøte er bindende og gjelder for alle Obligasjoner.

5.2. Innkalling og gjennomføring av Obligasjonseiermøte

- 5.2.1. Obligasjonseiermøte avholdes etter begjæring fra:
- (aa) Utstederen,
 - (bb) Obligasjonseiere som representerer minst 1/10 av Stemmeberettigede Obligasjoner,
 - (cc) Tillitsmannen, eller
 - (dd) Markedsplassen.
- 5.2.2. Obligasjonseiermøtet innkalles av Tillitsmannen. Begjæring om avholdelse av Obligasjonseiermøte sendes Tillitsmannen skriftlig og skal presist angi de saker som ønskes behandlet.
- 5.2.3. Har Tillitsmannen ikke etterkommet en gyldig begjæring om avholdelse av Obligasjonseiermøte innen 10 - ti - Bankdager etter mottak av begjæringen, kan den som begjærte Obligasjonseiermøtet selv forestå innkalling.
- 5.2.4. Obligasjonseiermøtet innkalles senest 10- ti - Bankdager før Obligasjonseiermøtet. Innkallingen og oversikt over den enkelte Obligasjonseierens beholdning av Obligasjoner sendes til de Obligasjonseierne som er registrert i Verdipapirregisteret på utsendelsestidspunktet. Innkallingen sendes også Markedsplassen for offentliggjøring.
- 5.2.5. Innkallingen skal angi de saker som skal behandles på Obligasjonseiermøtet. Tillitsmannen kan i innkallingen også sette andre saker på dagsordenen enn de som omfattes av begjæringen. Er Avtalen foreslått endret skal hovedinnholdet av forslaget angis i innkallingen.
- 5.2.6. Tillitsmannen kan kreve at Utstederen ikke endrer antall Stemmeberettigede Obligasjoner i perioden fra Obligasjonseiermøte er begjært til møtet er avholdt.
- 5.2.7. Saker som ikke er meddelt Obligasjonseierne etter reglene om innkalling til Obligasjonseiermøtet, kan bare avgjøres med samtykke fra samtlige Stemmeberettigede Obligasjoner.
- 5.2.8. Obligasjonseiermøtet avholdes i lokaler anvist av Tillitsmannen. Obligasjonseiermøtet åpnes og, med mindre Obligasjonseiermøtet vedtar noe annet, ledes av Tillitsmannen. Er Tillitsmannen ikke til stede åpnes Obligasjonseiermøtet av en Obligasjonseier, og ledes av en representant som velges av Obligasjonseiermøtet.

- 5.2.9. Det skal føres protokoll fra Obligasjonseiermøtet. I protokollen skal det angis hvilke Obligasjonseiere som er representert, og antall Obligasjoner de kan avgi stemme for. Videre skal protokollen inneholde de vedtak som fattes på møtet og utfallet av stemmegivningen. Protokollen skal underskrives av møtelederen og minst en annen person som velges av Obligasjonseiermøtet. Protokollen skal oppbevares av Tillitsmannen og være tilgjengelig for Obligasjonseierne.
- 5.2.10. På Obligasjonseiermøtet har Obligasjonseierne, Tillitsmannen og Markedsplassen adgang til å møte. Møteleder kan gi andre adgang til møtet, med mindre Obligasjonseiermøtet bestemmer noe annet. Obligasjonseier kan møte ved fullmektig. Obligasjonseier har rett til å stille med rådgiver. Tillitsmannen avgjør i tvilstilfelle hvem som har møterett for Obligasjonen.
- 5.2.11. Representanter for Utstederen har adgang til å møte på Obligasjonseiermøtet. Obligasjonseiermøtet kan bestemme at Utstедers representanter ikke deltar i behandlingen av en sak. Utstederen har rett til å være til stede under avstemningen.

5.3. Vedtak på Obligasjonseiermøtet

- 5.3.1. På Obligasjonseiermøtet gir hver Stemmeberettigede Obligasjon rett til én stemme i henhold til registrerte Obligasjoner i Verdipapirregisteret ved utløpet av dagen før avholdelse av Obligasjonseiermøtet. Den som åpner Obligasjonseiermøtet avgjør hvilke Obligasjoner som skal anses som Egne Obligasjoner. Egne Obligasjoner har ikke stemmerett.
- 5.3.2. I alle saker som behandles på Obligasjonseiermøtet kan Utstederen, Tillitsmannen og enhver Obligasjonseier kreve skriftlig avstemning. Ved stemmelikhet gjelder det møtelederen slutter seg til, selv om møtelederen ikke er Obligasjonseier.
- 5.3.3. For at Obligasjonseiermøtet skal kunne fatte gyldig vedtak må minst halvparten (1/2) av Stemmeberettigede Obligasjoner være representert, jf. dog pkt 5.4. Selv om mindre enn halvparten (1/2) av Stemmeberettigede Obligasjoner er representert, skal Obligasjonseiermøtet avholdes og avstemning gjennomføres.
- 5.3.4. Et vedtak på Obligasjonseiermøtet krever tilslutning fra et flertall av de avgitte stemmer, om ikke annet er bestemt i pkt 5.3.5.
- 5.3.5. I følgende saker kreves tilslutning fra minst to tredeler (2/3) av de avgitte stemmer:
(ee) endringer av Avtalens bestemmelser om Obligasjonsrenten, løpetid, innløsningskurs og øvrige bestemmelser som har betydning for Obligasjonenes kontantstrøm,
(ff) overføring av Avtalens rettigheter og forpliktelser til annen utsteder (skyldner), eller
(gg) bytte av Tillitsmannen.
- 5.3.6. Obligasjonseiermøtet kan ikke treffe vedtak som er egnet til å gi enkelte Obligasjonseiere eller andre en urimelig fordel på andre Obligasjonseieres bekostning.
- 5.3.7. Tillitsmannen skal sørge for at vedtak truffet på Obligasjonseiermøtet blir iverksatt.
- 5.3.8. Vedtak truffet på Obligasjonseiermøtet skal meddeles Utstederen, Obligasjonseierne og Markedsplassen.

5.4. Gjentatt Obligasjonseiermøte

- 5.4.1. Hvis Obligasjonseiermøtet ikke kan fatte gyldig vedtak etter pkt. 5.3.3, kan det innkalles til gjentatt Obligasjonseiermøte for behandling av samme sak. I innkallingen til gjentatt Obligasjonseiermøte skal det opplyses om fremmøtet og resultatet av avstemninger på det første Obligasjonseiermøtet.
- 5.4.2. Ved behandling av saken i gjentatt Obligasjonseiermøte, kan det treffes gyldig vedtak selv om mindre enn halvparten (1/2) av Stemmeberettigede Obligasjoner er representert.

6. Tillitsmannen

6.1. Tillitsmannens oppgaver og myndighet

- 6.1.1. Tillitsmannen skal overvåke Utstederens oppfyllelse av sine forpliktelser etter Avtalen, og etter lov og forskrift i forhold som har sitt grunnlag i Avtalen, herunder kontrollere rettidig og korrekt betaling av Obligasjonene og Obligasjonsrente, informere Obligasjonseierne, Registerføreren og eventuell Markeds plass om relevant informasjon som innhentes og mottas i egenskap av Tillitsmann (dette er ikke til hinder for at Tillitsmannen drøfter konfidensielle forhold med Utstederen), gjennomføre obligasjonseiermøter og treffe beslutninger og iverksette vedtak truffet i henhold til Avtalen. Tillitsmannen er ikke forpliktet til å vurdere Utstederens finansielle stilling utover de forpliktelser som måtte følge direkte av Avtalen.
- 6.1.2. Tillitsmannen kan ta ethvert skritt for å ivareta Obligasjonseiernes rettigheter i alle forhold som har sitt grunnlag i Avtalen. Tillitsmannen kan avvente handlinger til saken er forelagt Obligasjonseiermøtet.
- 6.1.3. Tillitsmannen kan med bindende virkning for Obligasjonseierne treffe beslutninger vedrørende Avtalen, herunder foreta endringer i Avtalen, som etter Tillitsmannens vurdering ikke vesentlig forringer Obligasjonseiernes rettigheter eller interesser etter Avtalen, jf dog pkt 6.1.5.
- 6.1.4. Tillitsmannen kan med bindende virkning for Obligasjonseierne treffe beslutninger i andre tilfeller enn nevnt i pkt 6.1.3 etter forhåndsvarsel til Obligasjonseierne, jf dog pkt 6.1.5. Varselet skal inneholde forslaget til endring og Tillitsmannens vurdering av dette. Det skal opplyses om at forslaget ikke kan beslutes av Tillitsmannen alene med bindende virkning for obligasjonseierne dersom en Obligasjonseier inngir skriftlig protest mot forslaget innen en frist fastsatt av Tillitsmannen. Fristen kan ikke være kortere enn 5 – fem – Bankdager fra utsendelsen av varselet.
- 6.1.5. Tillitsmannen kan ikke treffe beslutninger etter pkt 6.1.3 eller 6.1.4 som angår forhold nevnt i pkt 5.3.5, unntatt for å rette åpenbare uriktigheter, uklarheter eller ufullstendigheter.
- 6.1.6. Tillitsmannen kan ikke treffe beslutninger som er egnet til å gi enkelte Obligasjonseiere eller andre en urimelig fordel på andre Obligasjonseieres bekostning.
- 6.1.7. Beslutninger truffet av Tillitsmannen etter pkt 6.1 skal meddeles Utstederen, Obligasjonseierne og Markeds plassen, med mindre det er åpenbart unødvendig.
- 6.1.8. Obligasjonseiermøtet kan vedta bytte av Tillitsmannen uten samtykke fra Utstederen, jf pkt 5.3.5.

6.2. Erklæring av mislighold, heving og inndrivelse

- 6.2.1. Dersom det inntreffer forhold som nevnt i pkt 3.8 kan Tillitsmannen gjennomføre ethvert tiltak Tillitsmannen finner påkrevd for å ivareta Obligasjonseierne interesser, herunder å erklære mislighold, heve Avtalen og erklære Obligasjonene med tillegg av renter og omkostninger forfalt til betaling, samt forestå inndrivelse av alle utestående beløp under Avtalen.
- 6.2.2. Dersom Tillitsmannen får skriftlig krav om å gjennomføre tiltak som nevnt i pkt 6.2.1 fra Obligasjonseiere som representerer minst 1/5 av Stemmeberettigede Obligasjoner skal Tillitsmannen gjennomføre tiltakene med mindre Obligasjonseiermøtet har truffet beslutning om andre løsninger.
- 6.2.3. Tillitsmannen skal holdes skadesløs av Obligasjonseierne for virkningen av tiltak (herunder omkostninger og ansvar) som er iverksatt etter pkt 6.2.2. eller etter vedtak om mislighold på Obligasjonseiermøtet, og kan kreve skadesløsholdelse og sikkerhet fra de Obligasjonseiere som har fremsatt krav etter pkt 6.2.2 eller stemt for beslutningen på et Obligasjonseiermøte.

6.3. Ansvar

- 6.3.1. Tillitsmannen er kun ansvarlig for direkte tap Obligasjonseierne eller Utstederen lider som følge av at Tillitsmannen uaktsomt eller forsettlig har forsømt sine oppgaver etter Avtalen. Tillitsmannen har ikke ansvar for innholdet av informasjon som Tillitsmannen videreformidler til Obligasjonseierne på vegne av Utstederen.
- 6.3.2. Utstederen er ansvarlig for direkte tap (herunder omkostninger og ansvar) Tillitsmannen pådrar seg som følge av at Utstederen har forsømt sine plikter etter Avtalen, herunder tap som følge av at Tillitsmannen har innrettet seg etter erklæringer og opplysninger Utstederen har avgitt i forbindelse med etablering og gjennomføring av Avtalen.

6.4. Bytte av tillitsmann

- 6.4.1. Bytte av tillitsmann avgjøres av Obligasjonseiermøtet etter reglene i kap 5. Tillitsmannen fungerer inntil ny tillitsmann eventuelt er valgt.
- 6.4.2. Utgifter til ny tillitsmann dekkes av Utstederen etter pkt 4.9, men kan - helt eller delvis - kreves refundert av Tillitsmannen dersom byttet skyldes brudd på Tillitsmannens forpliktelser etter Avtalen eller andre forhold Tillitsmannen er ansvarlig for.
- 6.4.3. Tillitsmannen plikter å medvirke til at den nye tillitsmannen uten ugrunnet opphold etter Obligasjonseiermøtet, får de nødvendige dokumenter og opplysninger for å utføre sine oppgaver etter Avtalen.

7. Generelle bestemmelser

7.1. Obligasjonseierfelleskap

- 7.1.1. Gjennom tegning, kjøp eller annen overføring av Obligasjoner, vil Obligasjonseierne anses å ha tiltrådt Avtalen og herunder akseptert at:
 - (hh) Obligasjonseierne er bundet av Avtalen.
 - (ii) Tillitsmannen har fullmakt til å opptre på vegne av Obligasjonseierne.

- (jj) Tillitsmannen har, for sin saksbehandling vedrørende Avtalen, rett til innsyn i Verdipapirregisteret om eierforholdet til Obligasjonene i Verdipapirregisteret.
- (kk) Avtalen etablerer et fellesskap mellom Obligasjonseierne som innebærer at:
 - (i) Obligasjonene er seg i mellom sideordnede og likestilte,
 - (ii) Obligasjonseierne ikke med grunnlag i Avtalen kan opptre direkte overfor Utstederen, herunder ikke selv ta ut søksmål mot Utstederen,
 - (iii) Utstederen ikke kan med grunnlag i Avtalen opptre direkte overfor Obligasjonseierne,
 - (iv) Obligasjonseierne ikke kan oppheve obligasjonseierfellesskapet, og
 - (v) at den enkelte Obligasjonseier ikke kan tre ut av obligasjonseierfellesskapet.

7.1.2. Avtalen er tilgjengelig for enhver og kan fås hos Tillitsmannen eller Utstederen.

7.2. Lovvalg og vernetting

7.2.1. Konflikter som måtte oppstå under Avtalen og som ikke kan løses i minnelighet, skal avgjøres etter norsk rett og med Oslo Tingrett som vernetting.

7.3. Endring av Avtalen

7.3.1. Endring av Avtalens bestemmelser kan bare foretas med samtykke fra partene i denne Avtale, med unntak av endring som nevnt i pkt 6.1.8.

7.4. Kontaktopplysninger

7.4.1. Utstederen og Tillitsmannen skal holde hverandre informert om endring i postadresse, e-postadresse, telefon- og telefaksnummer og kontaktpersoner.

.....
Utstederen

.....
Tillitsmannen